

Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires

Majority shareholder control leverage

T. Biebuyck, A. Chapelle et A. Szafarz

Volume 1, numéro 2, 2004

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1039153ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1039153ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Centre d'études en gouvernance de l'Université d'Ottawa

ISSN

1912-0362 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Biebuyck, T., Chapelle, A. & Szafarz, A. (2004). Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires. *Revue Gouvernance / Governance Review*, 1(2). <https://doi.org/10.7202/1039153ar>

Résumé de l'article

La littérature académique en gouvernance d'entreprise étudie en particulier la séparation entre propriété et contrôle au sein de l'actionnariat des entreprises privées. Cet article propose une synthèse critique et des illustrations internationales des résultats les plus récents en la matière. En particulier, il détaille les mécanismes permettant aux actionnaires dominants d'accroître leur contrôle d'une société, parmi lesquels : les structures pyramidales, les participations croisées et les actions à droits de vote multiples, qui offrent la possibilité de découpler le contrôle de la part effectivement détenue dans le capital de l'entreprise. Ces phénomènes, plus ou moins présents dans les différentes régions du monde, jouent un rôle fondamental puisqu'ils contribuent à l'accroissement des asymétries entre actionnaires d'une même entreprise et engendrent des opportunités de bénéfices privés en faveur de certains d'entre eux. Leur impact s'étend bien au-delà de la sphère de l'entreprise concernée et peut affecter le fonctionnement même des marchés financiers. La quantification du niveau de contrôle au sein d'un empire industriel peut être obtenue à l'aide de diverses méthodes. Les développements récents en la matière sont résumés et l'application à des cas internationaux réels est discutée.



Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires

Vol.1, No. 2, décembre 2004, Page 52

T. Biebuyck et A. Chapelle et A. Szafarz

Introduction

La séparation entre propriété et contrôle au sein de l'actionnariat des entreprises privées occupe une place importante dans la littérature académique en gouvernance d'entreprise. Cet article propose une synthèse critique et des illustrations internationales des résultats les plus récents en la matière. En particulier, il détaille les mécanismes permettant aux actionnaires dominants d'accroître leur contrôle d'une société. Parmi ces leviers, on dénombre notamment les structures pyramidales, les participations croisées et les actions à droits de vote multiples, qui offrent la possibilité de découpler le contrôle de la part effectivement détenue dans le capital de l'entreprise. Ces phénomènes, plus ou moins présents dans les différentes régions du monde, jouent un rôle fondamental puisqu'ils contribuent à l'accroissement des asymétries entre actionnaires d'une même entreprise et engendrent des opportunités de bénéfices privés en faveur de certains d'entre eux. Leur impact s'étend bien au-delà de la sphère de l'entreprise concernée et peut affecter le fonctionnement même des marchés financiers.

En réalité, la littérature financière aborde deux thèmes fort différents sous la même appellation de « propriété et contrôle ». La première concerne la répartition du pouvoir entre actionnaires et managers dans la gouvernance de l'entreprise, la seconde traite des inégalités éventuelles parmi les actionnaires. Ces deux types de questions sont souvent analysées sous l'angle de structures d'actionnariat différentes, le modèle anglo-saxon étant opposé au modèle continental et asiatique. Le thème relatif au rôle des managers est prépondérant dans la littérature anglo-saxonne puisque, historiquement, l'actionnariat des sociétés aux États-Unis et au Royaume Uni est souvent fort dispersé et l'asymétrie entre actionnaires y reste limitée. À l'opposé, en Europe continentale, mais aussi dans d'autres régions du monde comme l'Asie, de nombreux groupes sont dominés par un actionnaire de référence, fréquemment une famille. La problématique des poids et rôles respectifs des propriétaires des entreprises y prend un sens aigu.

Cet article s'intéresse à la répartition du contrôle parmi les actionnaires d'une société. Le terme « contrôle » est utilisé pour désigner le pouvoir relatif d'un actionnaire. Entre le cas où tous les actionnaires ont le même rôle et celui où domine un actionnaire majoritaire, il existe bien entendu une multitude d'intermédiaires. C'est pourquoi la notion de contrôle doit être définie de manière suffisamment précise pour qu'on puisse déterminer, dans toutes les structures possibles, la puissance d'un actionnaire par rapport aux autres. À cet égard, les aspects quantitatifs de la répartition du contrôle seront abordés. Ils concernent la mesure du pouvoir d'un actionnaire par rapport aux autres et par rapport à l'entreprise dans son ensemble.

Ce travail s'articule de la façon suivante. La section 2 aborde les bénéfices du contrôle. La section 3 fait le point sur la concentration de l'actionnariat dans le monde. La section 4 est consacrée à la définition du seuil de contrôle tandis que la section 5 présente les moyens mis en oeuvre pour accroître le pouvoir des actionnaires dominants. Dans la section 6, les mesures quantitatives du contrôle sont décrites. La section 7 fournit plusieurs exemples internationaux de pyramides dominées par un actionnaire de référence et détermine dans ces cas concrets les ratios de contrôle. La section 8 conclut et trace des pistes pour la poursuite de recherches dans le domaine.

Les bénéfices de contrôle

Dyck et Zingales (2001) définissent les bénéfices privés du contrôle comme les avantages, monétaires ou non, réservés exclusivement aux actionnaires de contrôle. Parmi ces bénéfices, ils citent la valeur de l'information, non seulement celle directement liée à la société, mais également celle relative à des opportunités dans d'autres domaines. L'actionnaire majoritaire peut en effet exploiter les informations dont il dispose au profit d'autres sociétés qu'il contrôle. Selon Johnson et al. (2000), le contrôle permet un transfert de ressources aisé de la société aux actionnaires de référence.

Parmi les bénéfices privés, Jensen et Meckling (1976) prennent en compte tant les avantages financiers que ceux générés par les aspects non monétaires. Shleifer et Vishny (1997) parlent de l'expropriation des actionnaires minoritaires. Selon eux, la capacité des actionnaires majoritaires d'agir essentiellement en leur propre intérêt est surtout grande lorsque le contrôle exercé est significativement plus important que le capital détenu dans la société. Dans ce cas-là, ils peuvent par exemple s'attribuer un dividende spécial en ne laissant aucun cash flow aux minoritaires.

Haris et Raviv (1988) et Aghion et Bolton (1992) appellent bénéfiques de contrôle la valeur psychologique que les actionnaires attachent au contrôle. Le prix du contrôle d'une société serait simplement justifié par le plaisir de commander. Dans leur synthèse de la littérature sur ce sujet, Ehrhardt et Nowak (2001) font la distinction entre quatre types de bénéfiques (« self-dealing », « dilution », « amenities » et « reputation ») et distinguent les bénéfiques du contrôle selon qu'ils procurent des avantages monétaires ou non et en fonction de leur facilité de transfert à un autre actionnaire de contrôle.

Selon Barclay et Holderness (1989), l'existence de bénéfiques privés explique les surpris de l'ordre de 4 % payés aux États-Unis lors du transfert de blocs d'actions de sociétés cotées. Dyck et Zingales (2001) étudient 412 transferts de contrôle entre 1990 et 2000 et arrivent à la conclusion que le contrôle d'une société cotée coûte en moyenne 14 % de son capital. Ce nombre monte à 65 % dans des pays comme le Brésil. L'environnement institutionnel et législatif ont en effet un impact important sur les bénéfiques privés du contrôle. Pour Volpin (2000), une moindre protection des actionnaires minoritaires entraîne de plus grandes opportunités d'obtenir des bénéfiques privés du contrôle.

En résumé, tous les auteurs s'accordent sur l'existence de privilèges associés à la position d'actionnaire dominant. De la sorte, ils démontrent la rationalité des tentatives de consolidation de leur pouvoir mises en oeuvre par les détenteurs de blocs significatifs d'actions des entreprises privées.

Concentration et dispersion de l'actionnariat

Dans « The Modern Corporation and Private Property », une étude désormais classique traitant de la propriété et du contrôle, Berle et Means (1932) constatent qu'aux États-Unis l'actionnariat de la plupart des sociétés est dispersé entre un grand nombre de petits porteurs et que, par conséquent, le contrôle se trouve essentiellement entre les mains du management. Ils illustrent la séparation irréversible entre la propriété du capital et le pouvoir dans l'entreprise. Dans leur optique, l'actionnariat d'une société est dispersé, et contrôlé par le management, lorsque aucun actionnaire ne possède plus de 20 % des voix en assemblée générale. Ils montrent qu'en 1929, 58 % des actifs des 200 plus grandes sociétés américaines sont contrôlées par le management. Ils en concluent que, dans ces entreprises, les actionnaires n'exercent virtuellement aucun contrôle, ce qui peut poser des problèmes de conflits d'intérêt entre les actionnaires et le management.

Ces conclusions ont engendré un vaste courant de littérature. Ainsi, plusieurs auteurs comme Baumol (1959) ou Jensen et Meckling (1976) lient les coûts d'agence à la problématique de la séparation entre propriété et contrôle. Quelques années plus tard, Grossman et Hart (1980) mettent l'actionnariat dispersé en rapport avec les offres publiques d'achat et le classique « free-rider problem ». Lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique d'achat, les petits actionnaires n'ont pas à intérêt à vendre d'emblée leurs parts, mais plutôt à attendre que le nouvel acquéreur ait augmenté son offre. Toutefois, si tous les actionnaires minoritaires agissent de la sorte, l'offre publique d'achat échouera.

Dans les années 1980, des auteurs comme Demsetz (1983) et Morck, Shleifer et Vishny (1988) soulignent l'importance de la concentration de l'actionnariat aux États-Unis. Contrastant avec ce point de vue, Holderness et Sheehan (1988) affirment que de plus en plus de sociétés américaines cotées sont détenues par des actionnaires possédant plus de 50 % du capital social. Les premières études quantitatives sur ce sujet apparaissent dans le courant des années 1990. Franks et Mayer (1998) montrent que les structures de contrôle et de propriété sont beaucoup plus complexes en Europe occidentale que dans le monde anglo-saxon. Ils constatent que certains pays comme le Royaume-Uni correspondent encore à la description de Berle et Means (1932) alors que d'autres comme l'Allemagne ou la France se distinguent par un actionnariat concentré. Un réseau de chercheurs européens (Barca et Becht éd., 2001) confirment que le contrôle est plus concentré en Europe occidentale que dans le monde anglo-saxon. Ainsi, la taille du plus grand bloc d'actions varie de 34 % en Espagne à 52 % en Autriche. La taille médiane du plus grand bloc d'actions est de 10 % au Royaume-Uni et inférieur à 5 %, seuil de déclaration de participation, aux États-Unis (Mayer 1999).

En Europe continentale, relativement peu de sociétés sont cotées en Bourse. Les principaux actionnaires sont souvent des familles ou sociétés-holdings. Dans 80 % des plus grandes entreprises françaises et allemandes, un actionnaire possède au moins 25 % des voix en assemblée générale tandis que ce pourcentage tombe à 16 % au Royaume-Uni. À l'opposé du Royaume-Uni et des États-Unis, des pays comme l'Italie, la France, l'Allemagne et la Belgique sont caractérisés par un actionnariat concentré, des marchés de capitaux peu liquides et un degré élevé de participations croisées.

L'Asie fait également l'objet de nombreuses études. Prowse (1992) constate que l'actionnariat est plus dispersé aux États-Unis qu'au Japon où les grands actionnaires sont souvent des institutions financières. Les structures en cascade sont fréquentes au Japon et il est plus difficile d'y identifier les actionnaires ultimes et le périmètre de contrôle des sociétés. Aoki (1990) s'intéresse aux structures internes des sociétés japonaises et insiste sur leurs particularités culturelles. Plus récemment, Husnan (2001) étudie la concentration de l'actionnariat des sociétés cotées en Indonésie. Il constate qu'entre 1993 et 1997, les cinq plus grands actionnaires y représentent près de 70 % de la capitalisation boursière totale. Claessens et al. (1999) mettent également l'accent sur la concentration de l'actionnariat en Asie et établissent que le niveau de dispersion augmente avec le développement économique du pays.

Le seuil de contrôle

Lorsque l'actionnariat d'une société est concentré, l'actionnaire dominant s'implique volontiers dans la gestion et les conflits d'intérêt ne sont pas rares. L'actionnaire majoritaire est tenté d'orienter la stratégie de l'entreprise en faveur de ses objectifs propres et non ceux de l'ensemble des actionnaires, et ce avec l'aide éventuelle des gestionnaires. Pour leur part, les actionnaires minoritaires ont peu tendance à investir dans des sociétés cotées si les structures légales ne les protègent pas suffisamment. Ceci expliquerait la présence de marchés financiers peu développés dans des pays comme l'Allemagne, la France ou l'Italie. La Porta et al. (1997) et Shleifer et Vishny (1997) se concentrent sur l'influence de l'environnement juridique sur le mode de contrôle des entreprises. À ce propos, Wolfenzon (1999) indique que les pyramides sont plus fréquentes dans les pays à faible protection des actionnaires minoritaires.

Mais avant d'aborder ces cas concrets, il convient de se pencher sur la définition d'un actionnaire dominant. En effet, la notion même de contrôle d'une entreprise suscite un débat. Certains auteurs définissent le contrôle comme la détention de la majorité des voix au sein d'une société déterminée, mais la controverse subsiste quand à l'abaissement de ce seuil sous les 50 %. Par ailleurs, contrôler une société ne signifie pas forcément y posséder les pleins pouvoirs. D'une part, selon les pays, la législation en vigueur peut restreindre les possibilités d'exercice du contrôle par un actionnaire majoritaire en vue de préserver les droits des petits porteurs. D'autre part, les managers jouent également un rôle important dans l'entreprise.

La Porta et al. (1999) estiment qu'un seuil de 20 % est suffisant pour contrôler une société. Ils étayaient cette thèse en calculant la probabilité qu'au seuil de 20 %, il n'y ait qu'un seul actionnaire de contrôle par entreprise. Leur échantillon portant sur les données de 1995 pour 27 pays fait apparaître que, dans plus de 70 % des cas, le seuil de 20 % suffit à isoler un unique actionnaire de contrôle¹. En Asie du Sud-est, cette probabilité avoisine même les 85 %. Les pourcentages les plus faibles sont localisés en Irlande, Suède et Nouvelle-Zélande. La Porta et al. (1999) montrent aussi que lorsqu'une famille est actionnaire de contrôle d'une société, elle participe au management dans 69 % des cas analysés, augmentant de la sorte son pouvoir et son contrôle. Selon ces mêmes auteurs, le seuil de 10 % pourrait s'avérer suffisant pour contrôler une grande société dans des pays comme les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon. En effet, dans 90 % des sociétés anglaises, 80 % des sociétés américaines et 50 % des sociétés japonaises, aucun actionnaire n'atteint ce niveau de propriété. Black (1990) considère aussi que 10 ou 20 % des voix permettent de contrôler une société. Dans le même courant, Leech (1987) montre que, au Royaume-Uni, en 1970 et 1971, moins de 15 % des droits de votes permettait à un actionnaire de dominer une entreprise. Dans une de ses contributions plus récentes (Leech, 2002) indique que l'approximation généralement admise de 20 % des voix pour le contrôle d'une entreprise dans les pays anglo-saxons est suffisante dans une large majorité des cas. Dans les autres cas, il est possible que des coalitions d'actionnaires minoritaires prennent le contrôle de la société (Zwiebel 1995 ; Leech 2002).

Plus récemment, Claessens et al. (2000) se basent sur les arguments de La Porta et al. (1999) pour justifier le choix des seuils de 20 % et de 10 %. Pour ces auteurs, le seuil varie en fonction de la législation du pays étudié. En Corée du Sud par exemple, des restrictions relatives aux droits de vote des investisseurs institutionnels dans les sociétés cotées entraînent une diminution du pourcentage nécessaire pour contrôler une société.

Dans une optique différente, DeAngelo et DeAngelo (1985), Renneboog (2000), Koke (1999), Chapelle et Szafarz (2001) et Biebuyck (2002) estiment qu'un actionnaire ne contrôle véritablement une société que lorsqu'il possède la majorité des voix en assemblée générale. Un seuil de 50 % est donc nécessaire. En fait, dans plusieurs pays, comme la Belgique, une majorité plus importante (deux tiers ou même aux trois quarts des voix) est requise pour la prise de certaines décisions en assemblée générale, mais aucun auteur ne considère comme réellement pertinents de tels seuils de contrôle.

La discussion sur le choix d'un seuil de contrôle s'oriente donc selon différents axes. Si le seuil de 50 % est théoriquement le seul à être infranchissable par plus d'un actionnaire, il reste fort sévère, tout spécialement dans les pays à actionnariats dispersés. À cet égard, des seuils de 10 % ou 20 % plus souvent atteints dans la pratique permettent de déceler les actionnaires importants. De tels seuils posent toutefois problème. En effet, pourquoi un actionnaire détenant 21 % des voix contrôle-t-il la société alors qu'un autre possédant 19 % ne la contrôle pas ? Le propriétaire des 19 % pourrait par exemple s'allier avec d'autres actionnaires minoritaires et contrôler ainsi la société. Sur ce point, La Porta et al. (1999) affirment qu'un actionnaire dominant n'agit pas en toute liberté dès le moment où il est en présence d'un autre actionnaire détenant au moins 10 % des droits de vote. Cependant, dans 75 % des cas analysés par ces auteurs, ce deuxième actionnaire n'existe pas.

Le seuil fort bas de 10 % ne s'appliquerait donc raisonnablement qu'aux pays anglo-saxons caractérisés par un actionnariat dispersé, voire même après un examen attentif de tout l'actionnariat des entreprises concernées. En fait, tout seuil inférieur à 50 % est par nature contestable, mais peut apparaître empiriquement fort utile pour dégager les structures de pouvoir au sein des entreprises. Ainsi, lorsqu'un actionnaire possède une part significative du capital et une influence réelle via le management, il peut exercer un contrôle quasi total sur le devenir de l'entreprise. Il convient cependant de rester prudent dans l'utilisation quantitative de barrières de 10 ou 20 % qui ne correspondent à aucun niveau objectivable au plan légal. Ainsi, French et Poterba (1991) montrent que plusieurs sociétés japonaises

sont détenues par plus d'un actionnaire détenant entre 10 et 20 % des voix. Évidemment, dans ce cas, aucun des actionnaires ne contrôle individuellement la société. Notons enfin que ces raisonnements ne prennent pas en compte la possibilité de pactes entre actionnaires minoritaires. De telles conventions relatives à un vote concerté sur tout ou partie des décisions soumises à l'assemblée générale peuvent être contractuelles ou non. Dans certains pays, elles sont autorisées mais régies par un cadre légal.

Séparation de la propriété et du contrôle

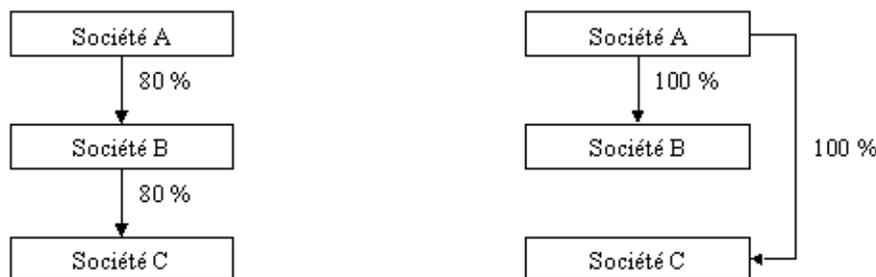
Plusieurs mécanismes permettent de découpler le pouvoir dans l'entreprise du capital détenu. Il s'agit principalement des pyramides, des participations croisées, des actions à droits de votes multiples et des émissions d'actions sans droit de vote (La Porta et al. 1999). Ces techniques peuvent aussi être cumulées au sein d'une même entreprise. Mayer (1999) contraste les situations de contrôle sans propriété en Europe occidentale avec celles de propriété sans contrôle dans les pays anglo-saxons. Bebchuk et al. (1999) parlent de « controlling minority structure » étant donné que ces structures permettent aux actionnaires de contrôler une autre société en ne détenant qu'une fraction réduite du capital. Signalons aussi que la propriété peut également être séparée du contrôle en plafonnant explicitement l'exercice du droit de vote. Par exemple, l'entreprise allemande Mannesmann limite le droit de vote de chaque actionnaire en assemblée générale à 5 %, quel que soit le pourcentage du capital détenu.

Les pyramides

Les pyramides sont des organisations dans lesquelles des sociétés sont contrôlées par un investisseur (société mère ou coalition d'actionnaires) par l'intermédiaire d'une chaîne plus ou moins longue (Bianchi et al. 1997). La longueur de la chaîne et la quantité d'actions détenues par l'investisseur dans chacune des entreprises intermédiaires déterminent l'ampleur de la séparation entre contrôle et propriété (Bebchuk et al. 1999). En outre, les pyramides comportent parfois plusieurs chaînes enchâssées menant de la tête aux diverses filiales du bas de la structure. La complication de l'organigramme peut ainsi relever d'une stratégie d'opacification des relais de contrôle.

Afin d'illustrer le fait que plus la chaîne est longue, plus le degré de séparation est important, considérons d'abord l'exemple simple de la Figure 1 présentant une chaîne à deux niveaux sous l'hypothèse que chaque action donne droit à une voix et que le contrôle total s'exerce au seuil conservatif de 50 %.

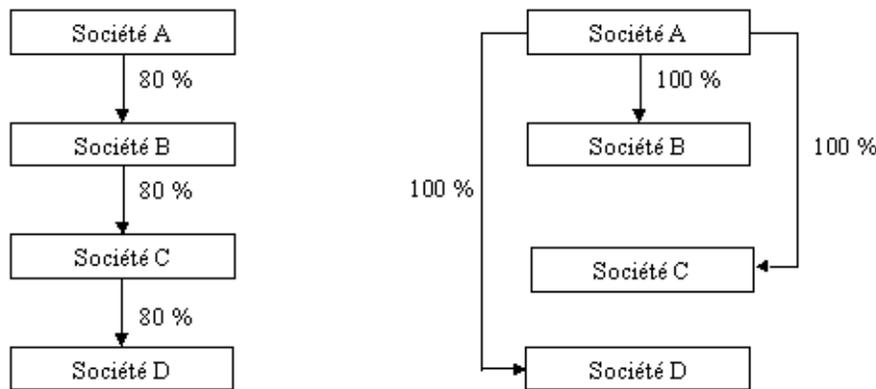
Figure 1 : Chaîne à deux niveaux



Propriété de A dans C : 64 % Contrôle de A dans C : 100 %.

Dans cette figure, la société A possède 80 % du capital de B qui à son tour dispose de 80 % des actions de C. La société A contrôle donc totalement C avec seulement $0,8 \times 0,8 = 64$ % du capital. Le rapport entre part contrôlée et capital détenu s'établit donc à $1 / 0,64 = 1,56$.

Considérons ensuite la Figure 2 qui comporte une chaîne à trois niveaux. Ici, la société A contrôle D avec seulement à $0,8 \times 0,8 \times 0,8 = 51$ % du capital, soit un ratio de $1 / 0,51 = 1,95$, supérieur à 1,56 obtenu dans le cas d'une chaîne à deux niveaux. Le nombre de sociétés intermédiaires accroît donc automatiquement la puissance de contrôle au sein des chaînes.

Figure 2 : Chaîne à trois niveaux

Propriété de A dans D : 51 % Contrôle de A dans D : 100 %.

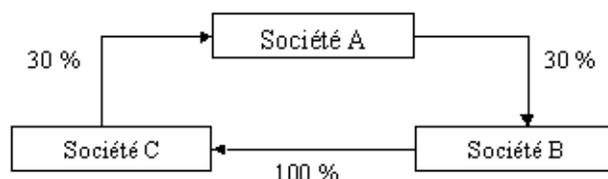
Par ailleurs, ces schémas permettent de mettre en évidence le principe de l'élimination des firmes intermédiaires qui sera formalisé dans la section 6. En effet, on observe, par exemple dans la Figure 2, que les participations de B dans C et de C dans D sont éliminées au profit de la tête A de la pyramide. Cette technique est utile pour éviter les nuisances induites par de doubles comptages. Elle montre aussi l'importance de la délimitation du groupe analysé. Ainsi, une même entreprise pourrait, dans un ensemble donné, être un actionnaire ultime (en tête de pyramide) mais apparaître comme dominée dans un groupe plus large. Ce type de problème peut notamment surgir au niveau de l'étude des pyramides multinationales, puisque typiquement les auteurs adoptent des segmentations géographiques.

Les pyramides d'actionnaires constituent l'un des outils les plus puissants pour séparer le pourcentage d'actions et le contrôle exercé sur une entreprise. Néanmoins, certaines restrictions légales ont empêché la prolifération de pyramides au Royaume-Uni, alors qu'elles sont fréquentes dans des pays tels que l'Italie (Barca 1996 ; Bianchi et Casavola 1996 ; Bianchi et al. 1998), la France (Bloch et Kremp 1998) et la Belgique (Van Hulle 1999 ; Van der Elst 1998).

Logiquement, les pyramides peuvent décourager les investisseurs de détenir des participations minoritaires dans de telles structures et, cela expliquerait la décote des entreprises concernées (Dhillon et al. 1994 ; Colmant 2002). Toutefois, le transfert de capital entre filiales d'une même pyramide peut rendre les capitaux externes moins indispensables.

Les participations croisées

Il arrive que deux sociétés soient réciproquement actionnaires l'une de l'autre, c'est-à-dire détiennent chacune des actions émises par l'autre. Plus généralement, on parle de participations croisées dès qu'il existe un circuit fermé dans la structure du capital détenu de plusieurs entreprises. Ce type de « boucles » dans l'organigramme peut se présenter entre sociétés indépendantes mais aussi entre sociétés mère et filiale et entraîne potentiellement des abus comme la fictivité partielle du capital, un manque de transparence des comptes sociaux ainsi que l'entrave au fonctionnement normal des assemblées générales, ce qui explique qu'elles soient sévèrement réglementées dans plusieurs pays.

Figure 3 : Participations croisées

La Figure 3 fournit un exemple de participations croisées. Dans ce schéma, la société A détient 30 % du capital de la société B, qui a son tour contrôle la société C à 100 %. La société C détient 30 % de la société A. Il s'ensuit que la société A détient par ce système $0.3 \times 0.3 = 9\%$ de ses actions propres. Selon Koke (1999), ces sociétés font partie d'un « insider system », tandis que pour Franks et Mayer (1995) la définition d'un « insider system » impose que toutes les sociétés concernées aient un actionnaire détenant au moins à 50 % de ses actions.

Les actions à voix multiples et sans droit de vote

Grossman et Hart (1988) analysent les actions à droits de vote multiples. Ils soulignent la supériorité du système consistant à répartir des droits de vote à raison d'un vote par action et à n'émettre qu'une seule catégorie d'actions. Pour eux, toute déviation par rapport au principe d'une action/une voix est nuisible. L'émission de différentes catégories d'actions, avec et sans droit de vote ou avec droits de vote multiples, reste néanmoins la méthode la plus simple pour séparer contrôle et propriété. Les titres sont alors cotés sur des lignes différentes et s'échangent ainsi à des prix distincts.

Cette technique est souvent utilisée en Afrique du Sud (Barr et al. 1997) et en Suède où l'exemple le plus frappant est celui de la famille Wallenberg qui contrôle autour de 40 % des sociétés cotées au Stockholm Stock Exchange par l'intermédiaire du holding Investor dont ils détiennent environ 40 % des droits de vote pour 20 % du capital. En Suède, 9,83 % des actions suffisent en moyenne pour contrôler 20 % d'une société. Les actions à droit de vote multiple sont interdites en Belgique, peu ou pas utilisées au Portugal, en Espagne et en France, mais très développées en Allemagne. Enfin, le cas du groupe italien Unicem (Faccio et Lang 2000) illustre aussi bien les pyramides que les actions à droits de vote multiples.

Calcul du contrôle

A priori, la notion de contrôle d'une entreprise est binaire : soit l'actionnaire est dominant et donc en mesure de capturer les bénéfices potentiels du contrôle, soit il ne l'est pas. Il convient toutefois de nuancer cette affirmation. En effet, le cas d'un actionnaire minoritaire est fort différent selon qu'il se trouve en présence ou non d'un dominant, puisque ce n'est que dans le premier cas qu'il risque de se trouver dépossédé d'une partie des avantages liés à sa propriété. Il apparaît donc que l'analyse d'un groupe d'entreprises passe par la prise en compte de toutes les participations au sein de l'organigramme de ce groupe. La répartition de la propriété doit être abordée simultanément à la problématique du seuil de contrôle.

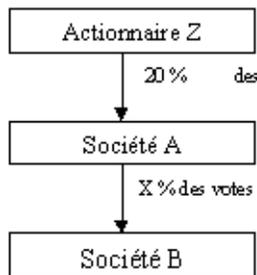
La mesure de la propriété concerne le droit aux dividendes tandis que la mesure du contrôle se base sur les droits de votes. Malheureusement, si ce principe de base est simple, sa mise en œuvre pratique l'est nettement moins dès que la structure de participations comporte des mécanismes tels que ceux détaillés dans la section 5. Par exemple, au sein d'une pyramide, les participations indirectes sont assimilées tantôt à de la propriété, tantôt à du contrôle. L'interprétation en terme de propriété nous semble cependant plus judicieuse dans la mesure où les parts indirectes sont réellement associées au versement de dividendes transitant par les flux issus des firmes intermédiaires.

Selon cette logique, nous qualifierons de propriété intégrée d'un actionnaire dans une firme la somme de ses participations directes et indirectes. Nous utiliserons alors la notion de part de contrôle pour désigner les participations relatives à l'exercice du droit de vote, direct ou indirect. Dans le cas de droits de vote multiples par exemple, la distinction entre propriété et contrôle est très claire. Il en est de même lorsqu'on suppose que seul le seuil de 50 % des voix permet un contrôle total. L'abaissement de ce seuil préconisé par plusieurs auteurs pose cependant problème. En outre, la définition des actionnaires ultimes – ou actionnaires de contrôle – et la délimitation du périmètre des groupes sont souvent établis sur une base heuristique et dépendent des sources d'information disponibles.

Le calcul général des coefficients de contrôle n'a été abordé que récemment et aucun consensus ne s'est encore dégagé de cette littérature. Notons au passage que, comme les structures de contrôle sont beaucoup plus complexes en Asie et en Europe occidentale que dans le monde anglo-saxon, ce sont préférentiellement les auteurs européens et asiatiques qui se sont intéressés à la mesure de la propriété et du contrôle.

La méthode de La Porta, Lopes-de-Silanes et Schleifer (1999)

La Porta et al. (1999) définissent le contrôle d'une société en ne s'intéressant qu'aux actionnaires qui possèdent au moins 10 % des voix. Le seuil de 10 % est utilisé car la plupart des pays analysés obligent les actionnaires à déclarer leurs participations excédant les 10 %. Leur étude porte sur 691 sociétés issues de 27 pays et la plupart des données récoltées datent de 1995. Leur analyse se base sur les actionnaires ultimes sans décomposer l'actionnariat au sein des familles. La définition adoptée du contrôle s'énonce comme suit : une société a un actionnaire ultime si les droits de votes directs et indirects de cet actionnaire dans la société excèdent les 20 %. Un actionnaire ultime peut notamment être une famille ou un individu, l'État ou une institution financière. À défaut d'actionnaire ultime, ils qualifient l'actionnariat de dispersé. Lorsque deux actionnaires répondent au critère du contrôle, la société est supposée contrôlée par l'actionnaire détenant la plus grande partie des droits de vote directs et indirects. Au sein des chaînes (voir Figure 4), un actionnaire Z contrôle indirectement $x\%$ de la société B si cet actionnaire possède plus de 20 % des voix de A, qui à son tour contrôle $x\%$ de B. Une chaîne plus longue est également envisageable.

Figure 4 : Définition du contrôle selon La Porta *et al.* (1999)

La Porta *et al.* (1999) utilisent également le seuil de 10 %. Lorsque plusieurs actionnaires atteignent le seuil choisi, ces auteurs définissent comme actionnaire ultime celui qui possède la participation la plus élevée. Il s'ensuit que le pouvoir de contrôle d'un investisseur dépend non seulement de ses propres participations dans les chaînes, mais aussi de celles des autres actionnaires présents dans l'ensemble de la structure considérée. Notons que le cas de deux actionnaires possédant la même participation au capital n'est pas tranché. Par ailleurs, La Porta *et al.* (1999) se limitent à déterminer quand une société en contrôle une autre mais ne calculent pas de coefficients de contrôle dans les diverses situations intermédiaires possibles au sein d'une pyramide. À ce niveau, l'application est plus restrictive que celle fournie par les travaux ultérieurs présentés ci-dessous.

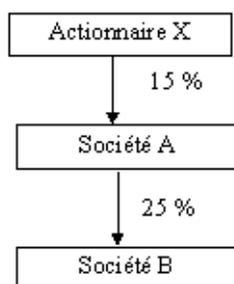
La méthode du « maillon faible »

Claessens *et al.* (2000) proposent une méthode originale, dite « du maillon faible », basée sur la définition d'actionnaire ultime de La Porta *et al.* (1999) et utilisent le seuil de 20 %. Cette méthode est plus générale puisqu'elle permet de calculer des coefficients de contrôle pour toutes les entreprises d'un groupe donné.

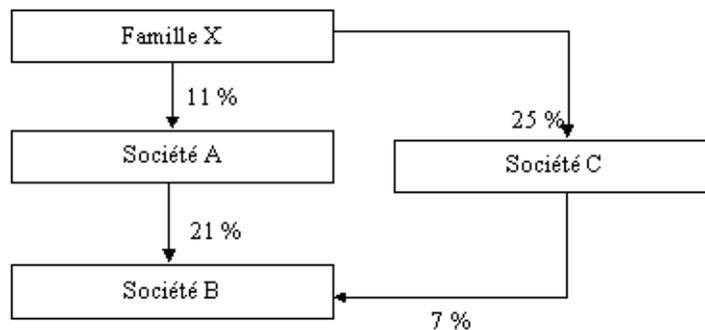
Ces auteurs analysent 2 980 sociétés dans neuf pays de l'Asie du Sud-est : Hong Kong, l'Indonésie, le Japon, la Corée du Sud, la Malaisie, les Philippines, Singapour, Taiwan et la Thaïlande. Dans tous ces pays, les droits de vote excèdent les droits aux dividendes, via l'utilisation de pyramides et de participations croisées, surtout en Indonésie, en Thaïlande et à Singapour. Pour Claessens *et al.* (2000), une structure de contrôle est pyramidale lorsque une société détient au moins 20 % des actions dans une autre qui à son tour détient au moins 20 % des actions dans une autre, etc. C'est ainsi que plus de 65 % des sociétés indonésiennes sont contrôlées via des pyramides, pour 55 % à Singapour et 49 % à Taiwan. Globalement, 38,7 % des sociétés de leur échantillon appartiennent à des pyramides.

La méthode du « maillon faible », aussi utilisée par Faccio *et Lang* (2000), consiste à établir le contrôle dans une chaîne de participations ou une pyramide en déterminant la part la plus faible de droits de vote. À cette fin, on remonte progressivement les chaînes de participations jusqu'au niveau ultime et on retient le plus bas niveau rencontré.

La Figure 5 illustre la technique du maillon faible. Dans cet exemple, l'actionnaire X possède $0,15 \times 0,25 = 3,75\%$ du capital de la société B mais son niveau de contrôle dans cette société s'établit à 15 % puisque 15 % représente le maillon faible dans la chaîne des participations.

Figure 5 : La méthode du « maillon faible »

La méthode prévoit également le contrôle d'une société via plusieurs chaînes. Dans ce cas-là, on calcule séparément le maillon faible pour chaque chaîne et on additionne les participations résultantes. Ainsi, dans l'exemple de la Figure 6, la famille X détient $0,11 \times 0,21 + 0,25 \times 0,07 = 4,1\%$ des droits aux dividendes de la société B mais en contrôle 18 %, c'est à dire la somme des maillons faibles des deux chaînes 7 % et 11 %.

Figure 6 : Le « maillon faible » dans le cas de plusieurs chaînes

Claessens et al. (2000) renforcent aussi la notion d'actionnaire ultime en prenant en compte le pouvoir du second actionnaire. Selon eux, un actionnaire ultime contrôle seul la société si personne ne possède plus de 10 % des droits de vote. Dans le cas contraire, ils seront deux (ou plusieurs) à contrôler la société.

Ce point pose problème puisqu'il semble peu réaliste que deux actionnaires puissent simultanément contrôler une même entreprise. En effet, les décisions relatives, par exemple, à la politique de dividende, à des investissements majeurs ou à la nomination de membres au conseil d'administration sont difficiles, voire impossibles, à partager. Théoriquement, les conventions entre actionnaires permettraient de définir la notion de contrôle conjoint, mais de telles conventions sont rares et sujettes aux obstacles légaux mentionnés dans la section précédente. Enfin, on peut s'interroger ici sur la pertinence de seuils aussi bas que 10 % ou 20 %, tout spécialement pour les entreprises asiatiques considérées par Claessens et al. (2000).

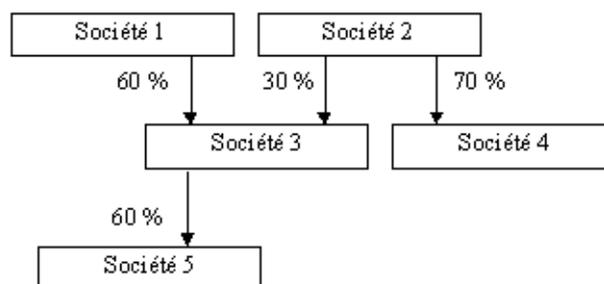
La méthode matricielle pure

Au sein d'un groupe donné d'entreprises, l'approche matricielle fait la distinction entre la propriété – ou droit aux dividendes – directe et la propriété intégrée (directe plus indirecte). Un algorithme inspiré des classiques matrices « input-output » permet en effet de calculer toutes les participations indirectes.

Notons $A = [a_{ij}]$ la matrice de l'actionnariat direct, où a_{ij} est le pourcentage d'actions que la société i détient directement dans la société j . Les participations intégrées, représentées par la matrice Y , se calculent de la façon suivante (Brioschi et al. 1989 ; Baldone et al. 1997) :

$$(1) Y = A - D(Y)A + YA$$

où $D(Y)$ est la matrice diagonale des participations propres de chaque société. L'équation (1) exprime que la participation intégrée de i dans j est égale à la somme de la participation directe de i dans j et de la participation indirecte de i dans j à laquelle on soustrait la participation réciproque de j dans i . La solution du système s'écrit :

Figure 7 : Méthode matricielle : un exemple

$$(2) Y = (\text{Diag}[I-A]^{-1})^{-1}A(I-A)^{-1}$$

Illustrons la méthode matricielle dans le cas d'un groupe de cinq firmes, dont trois sont dominées par un actionnaire majoritaire (voir Figure 7). Les actionnaires ultimes sont ceux déclarés comme tête de groupe lors de notifications d'actionnariat. Les matrices A et Y correspondant à cet exemple sont présentées dans la Figure 8.

Figure 8 : Méthode matricielle : un exemple (suite)**Matrice A d'actionnariat direct (en %) Matrice Y d'actionnariat intégré (en %)**

	1	2	3	4	5
1	0	0	60	0	0
2	0	0	30	70	0
3	0	0	0	0	60
4	0	0	0	0	0
5	0	0	0	0	0
Total	0	0	90	70	60

	1	2	3	4	5
1	0	0	60	0	36
2	0	0	30	70	18
3	0	0	0	0	60
4	0	0	0	0	0
5	0	0	0	0	0
Total	0	0	90	70	114

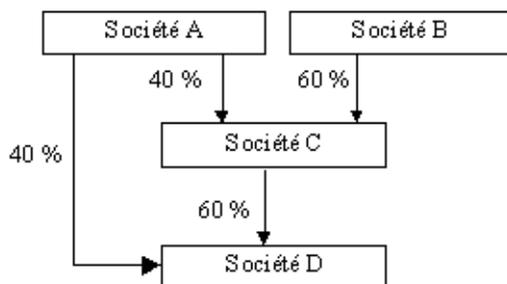
La matrice Y d'actionnariat intégré diffère de la matrice A des participations directes. Par exemple, la société 2 détient de façon intégrée 18 % de la société 5 ($y_{25} = 18\%$) alors qu'elle n'en possède aucune participation directe ($a_{25} = 0\%$). C'est donc exclusivement au travers de chaîne que la firme 2 intervient dans l'actionnariat intégré de la firme 5.

L'illustration met aussi en lumière les doubles comptages présents dans la matrice Y, nés de la prise en compte des niveaux successifs d'actionnariat. En effet, des totaux de colonnes de Y peuvent dépasser 100 %. Ces doubles comptages sont supprimés en fin de procédure en excluant de l'analyse ultérieure les firmes intermédiaires. Selon la méthode matricielle pure, les coefficients de la matrice d'actionnariat intégré Y représentent la situation complète au sein du groupe. En réalité cette méthode identifie contrôle et propriété intégrée. Elle ignore donc la théorie de l'effet de seuil, selon laquelle au-delà d'une participation donnée, l'actionnaire est considéré comme dominant l'entreprise car il a accès aux bénéfices de contrôle.

La méthode matricielle à seuil de contrôle

La méthode du maillon faible ne retient que les participations minimales au sein des chaînes et leur applique un seuil de contrôle de 10 ou 20 % selon le cas. En conséquence, elle est insensible à la longueur des chaînes et à la solidité des maillons distincts du maillon faible. En ce sens, cette méthode conduit à une perte d'information et donne une vision tronquée de la réalité. À l'opposé, la méthode matricielle pure prend en compte l'ensemble des participations dans le groupe mais ne reflète pas le fait qu'au-delà d'un certain seuil, l'actionnaire capture le contrôle de l'entreprise. Selon la terminologie adoptée, cette méthode établit des coefficients de propriété intégrée mais pas de contrôle.

Un compromis entre ces deux visions extrêmes consiste à introduire un seuil de contrôle au sein de la méthode matricielle. La première idée, et aussi la plus simple, serait d'inclure ce seuil au terme du calcul de Y. Malheureusement, ce ne serait pas réaliste parce que les seuils de contrôle concernent les participations directes. L'exemple de la Figure 9 illustre ce point. Le groupe considéré comporte quatre firmes parmi lesquelles A et B sont des actionnaires ultimes. La participation intégrée de A dans D vaut $0,4 + 0,4 \times 0,6 = 64\%$ tandis que la participation intégrée de B dans D est égale à $0,6 \times 0,6 = 36\%$. Pourtant, c'est B qui dans les faits contrôle D parce que la chaîne B-C-D est entièrement constituée de participations directes majoritaires tandis que A ne contrôle pas C et ne peut donc pas s'approprier sa part dans D.

Figure 9 : Introduction de seuils

Cet exemple montre que les seuils doivent être appliqués sur les participations directes (Chapelle 2001 ; Chapelle and Szafarz, 2001). En outre, il illustre le fait que seul le seuil de 50 % évite les ambiguïtés nées de l'impossibilité des contrôles conjoints : jamais plus d'un actionnaire ne peut contrôler une entreprise à 50 % des voix plus une. Le seuil de 50 % est évidemment élevé mais exclusif. Dans cette logique, tout actionnaire minoritaire d'une entreprise contrôlée voit son pouvoir réduit à néant. L'hypothèse centrale est donc qu'un actionnaire détenant au moins 50 % des voix dans une entreprise - la contrôle totalement.

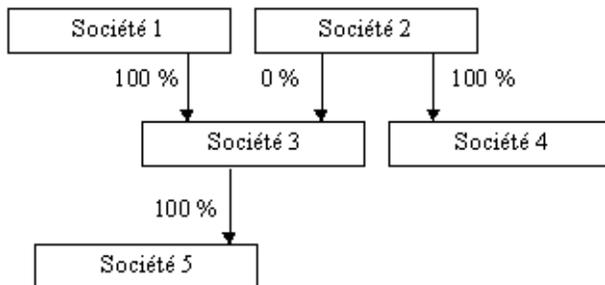
La méthode matricielle à seuil passe par la création d'une nouvelle matrice, dite matrice de contrôle direct et notée AC. Cette matrice est construite en remplaçant dans A tous les pourcentages supérieurs à 50 % par 100 % et en mettant à zéro les participations minoritaires dans les sociétés déjà contrôlées à 100 %. Formellement, on écrit :

(3)

$$ac_{ij} = \begin{cases} 100 & \text{si } a_{ij} > 50 \\ 0 & \text{si } \exists i' \neq i : a_{i'j} > 50 \\ a_{ij} & \text{sinon} \end{cases}$$

La Figure 10 présente l'organigramme de contrôle direct déduit de la Figure 7.

Figure 10 : Organigramme de contrôle direct



À partir de la matrice AC, on obtient la matrice de contrôle intégré YC en faisant usage de la formule (2) dans laquelle on remplace A par AC et Y par YC. La Figure 11 donne la matrice AC relative à l'organigramme de la Figure 10 et la matrice de contrôle intégré correspondante YC.

Figure 11 : Matrices AC et YC

Matrice AC de contrôle direct (en %) Matrice YC de contrôle intégré (en %)

	1	2	3	4	5
1	0	0	100	0	0
2	0	0	0	100	0
3	0	0	0	0	100
4	0	0	0	0	0
5	0	0	0	0	0
Total	0	0	100	100	100

	1	2	3	4	5
1	0	0	100	0	100
2	0	0	0	100	0
3	0	0	0	0	100
4	0	0	0	0	0
5	0	0	0	0	0
Total	0	0	100	100	200

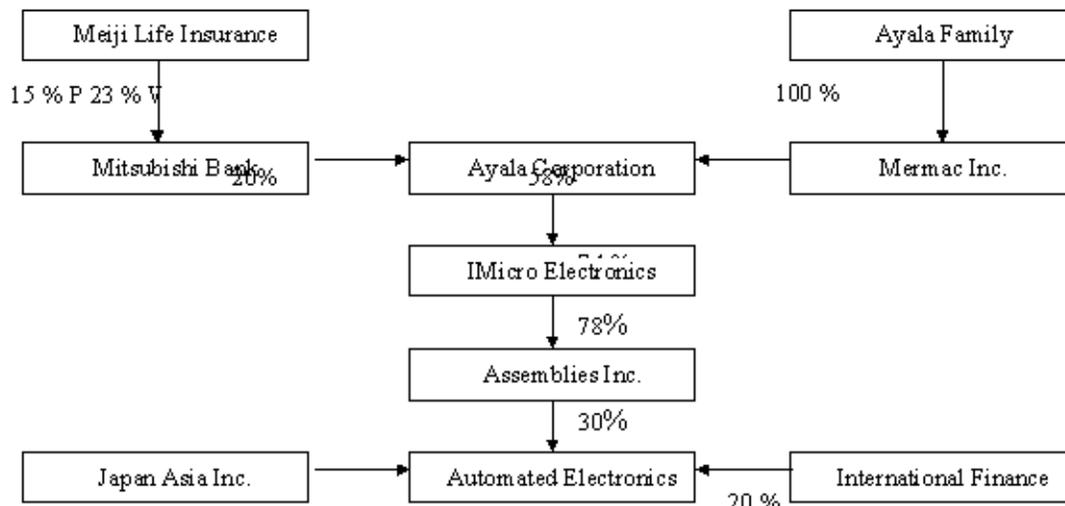
Enfin, que l'on travaille avec la matrice Y ou la matrice YC, les liens de contrôle fictifs sont éliminés par l'exclusion des firmes intermédiaires. Dans l'exemple, cela revient à supprimer la firme 3 lors du calcul du niveau de contrôle de la firme 1 par rapport à la firme 5.

Illustrations internationales

Cette section propose quelques illustrations internationales de l'application des différentes méthodologies de calcul du contrôle. Dans chaque cas, des ratios de contrôle sont calculés. Ces ratios sont déterminés en divisant un coefficient de contrôle par la part de propriété intégrée déduite de la méthode matricielle pure. Le numérateur est obtenu soit par la méthode du maillon faible, soit par la méthode matricielle à seuil.

Le premier exemple se rapporte au groupe Ayala, plus grand conglomérat des Philippines. La Figure 12 est une simplification de la structure présentée par Claessens et al. (2000).

Figure 12 : Le groupe Ayala

Source : Claessens *et al.* (2000)

La famille Ayala qui détient plus de 50 % des actions de la firme Ayala est considérée comme son seul actionnaire ultime. En bout de chaîne, l'entreprise Automated Electronics compte trois actionnaires ultimes, dont le plus important, la famille Ayala, contrôle 30 % via une participation indirecte s'élevant à 10 % du capital. L'observation de la Figure 12 montre que le maillon faible relatif à l'actionnariat de la famille Ayala s'établit à 58 % jusqu'au quatrième niveau de filiale, puis se réduit à 30 % dans Automated Electronics.

Tableau 1 : Ratios de séparation entre propriété et contrôle – Groupe Ayala

Contrôle de la famille Ayala selon :	Mermac	Ayala Corp.	I Micro	Assemblies	Automated el.	Moyenne
Propriété intégrée (Y) (méthode matricielle pure)	100,0 %	58,0 %	42,9 %	33,5 %	10,0 %	48,9 %
Maillon faible - coefficient de contrôle	100,0 %	58,0 %	58,0 %	58,0 %	30,0 %	86,0 %
- ratio	1,0	1,0	1,4	1,8	3,0	1,6
Matrice à seuil - coefficient de contrôle	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	30,0 %	60,8 %
- ratio	1,0	1,7	2,3	3,0	3,0	2,2

Le Tableau 1 compare les ratios de séparation au bénéfice de la famille Ayala, selon l'application des deux méthodes. Le ratio de séparation par le maillon faible donne ici des résultats inférieurs à ceux de la méthode matricielle avec seuil. La raison vient de ce que la famille Ayala utilise intensément le vote majoritaire comme outil de levier de contrôle. Toutes les sociétés intermédiaires sont contrôlées à plus de 50 % des voix par la famille Ayala, qui conserve ainsi, dans la méthode matricielle avec seuil, un contrôle intact de 30 % de Automated Electronics. En outre, les ratios s'accroissent avec la longueur de la chaîne. En moyenne (non pondérée), on obtient un ratio de séparation de 2,2 sur le portefeuille de la famille Ayala par la méthode matricielle avec seuil de contrôle. Cela signifie que grâce à la règle de majorité, la famille Ayala bénéficie d'un pouvoir de vote moyen 2,2 fois plus grand que ce qu'elle finance.

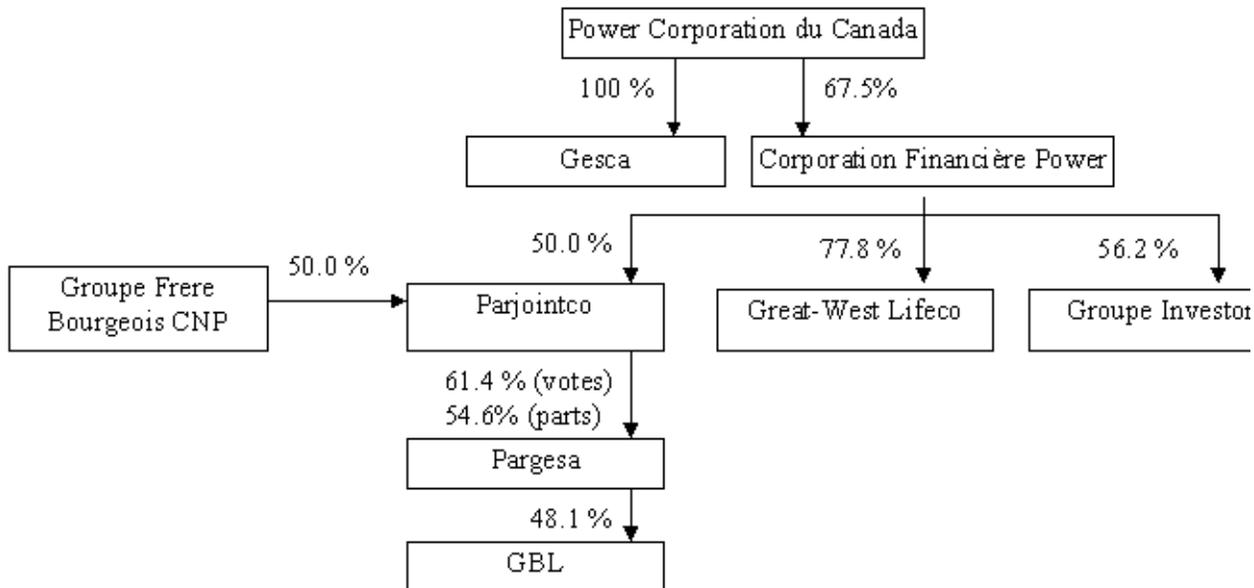
Une extension naturelle du calcul des ratios de contrôle consiste à pondérer le ratio moyen par la capitalisation boursière ou, à défaut, par la valeur intrinsèque estimée des sociétés concernées. Cette pondération traduit le fait que l'effet de levier dont bénéficie l'actionnaire dominant s'accroît avec la valeur des sociétés en portefeuille. Elle est particulièrement utile pour évaluer les leviers financiers de certains entrepreneurs de holdings. À cet égard, le

groupe dirigé par Albert Frère en Belgique, associé pour partie au groupe canadien Power Corporation du Canada constitue un véritable cas d'école (Biebuyck 2002).

Power Corporation du Canada dirige plusieurs filiales dans son pays d'origine, et participe à 50 % dans Parjointco. Grâce à un pacte de contrôle joint avec le holding financier belge CNP, Power Corporation possède, via le holding Groupe Bruxelles Lambert, des participations dans diverses entreprises européennes actives dans les médias (Bertelsmann en Allemagne), dans les services aux collectivités (Suez en France), les minéraux (Imerys en France) et l'énergie (Totalfina en France et en Belgique). En outre, Power Corporation regroupe des intérêts diversifiés en Asie.

La Figure 13 présente une structure simplifiée du groupe ne reprenant que les premiers niveaux de participations, sans descendre dans les ramifications en Europe et en Asie. Il s'ensuit que les ratios moyens déduits de cette figure sous-estiment vraisemblablement la réalité.

Figure 13 : Le groupe Power Corporation du Canada



Sources : Power Corporation du Canada, rapport annuel 2001, GBL, rapport annuel, 2001. Structure au 31.12.2001.

Les ratios de séparation entre propriété et contrôle selon les deux méthodes sont donnés par le Tableau 2. Comme dans le cas du groupe Ayala, l'utilisation systématique de participations majoritaires comme outil de contrôle se reflète davantage dans les ratios de séparation de la méthode matricielle à seuil que dans ceux du maillon faible. Notons enfin que l'effet de dissociation entre propriété et contrôle est double pour certains liens de l'organigramme, combinant l'effet de levier pyramidal avec la présence d'actions à statuts différents, comme entre Parjointco et Pargesa.

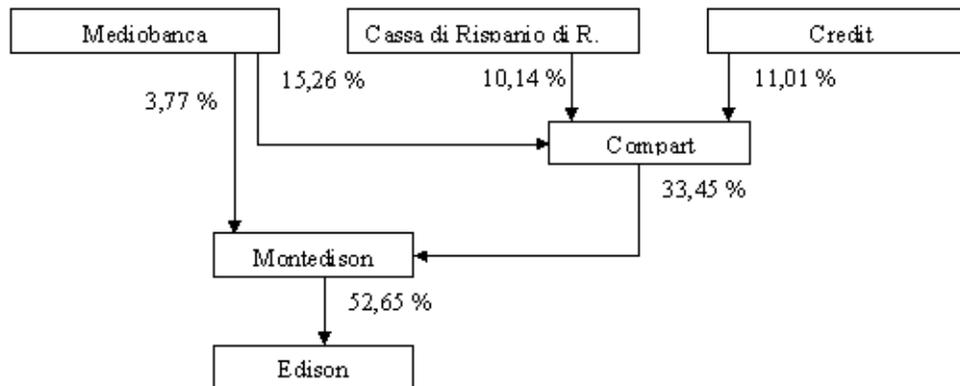
Tableau 2 : Ratios de séparation entre propriété et contrôle – groupe Power Corporation

Contrôle de Powercorp dans les sociétés filles selon :	Financière Power	Parjointco	Great-West Lifeco	Investors	Pargesa	GBL	Moyenne
Propriété intégrée (Y) (méthode matricielle pure)	67,5 %	33,8 %	52,5 %	37,9 %	18,4 %	9,0 %	36,5 %
Maillon faible - coefficient de contrôle	67,5 %	50,0 %	67,5 %	56,2 %	50,0 %	48,8 %	56,7 %
- ratio	1,0	1,5	1,3	1,5	2,7	5,4	2,2
Matrice à seuil - coefficient de contrôle	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	48,8 %	91,4 %

- ratio	1,5	3,0	1,9	2,6	5,4	5,3	3,3
---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Terminons par l'exemple italien de la société Edison (Hamon 2001) dont la structure est présentée dans la Figure 14. Dans ce cas, l'identité de l'actionnaire ultime dépend du seuil de participation pris en compte. Au seuil de 20 %, Compart est l'actionnaire de tête du groupe. Au seuil de 10 %, il s'agit de Mediobanca, grand holding italien. Il apparaît donc clairement que le seuil de contrôle joue un rôle essentiel dans la définition du périmètre d'un groupe d'entreprises et, partant, dans l'analyse des structures de contrôle.

Figure 14 : Structure d'actionariat d'Edison



Source : Hamon (2001).

Selon la méthode du maillon faible, Mediobanca contrôle 19 % d'Edison, pour une participation au capital de 4.7 %. Dans la méthode matricielle avec seuil, l'effet du vote majoritaire ne se manifeste qu'au dernier niveau, dans la participation légèrement supérieure à 50 % de Montedison dans Edison.

Tableau 3 : Coefficients de séparation entre propriété et contrôle – groupe Edison

Contrôle de Mediobanca selon :	Compart	Montedison	Edison	Moyenne
Propriété intégrée (Y) (méthode matricielle pure)	15,3 %	8,9 %	4,8 %	9,6 %
Maillon faible - coefficient de contrôle	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %
- ratio	1,0	1,7	3,3	2,0
Matrice à seuil - coefficient de contrôle	15,3 %	8,9 %	8,9 %	11,0 %
- ratio	1,0	1,0	1,9	1,3

Le Tableau 3 compare les ratios de séparation au bénéfice du holding Mediobanca, selon l'application des différentes méthodes. Notons que cette fois, la méthode du maillon faible fournit des ratios de séparation plus élevés entre propriété et contrôle que ne le fait la méthode matricielle. Ce phénomène est dû au fait qu'il s'agit principalement d'une pyramide de participations minoritaires. En effet, dans ce type de structure, la méthode du maillon faible préserve le niveau de contrôle le long d'une chaîne d'actionnaires tandis que la méthode matricielle à seuil fournit des résultats proches, voire identiques, à ceux déduits de la méthode matricielle pure. Cet exemple illustre le fait que les deux méthodes sont sensibles à des aspects différents des chaînes de contrôle et qu'en conséquence, les résultats de leur application peuvent notablement varier d'un cas à l'autre.

Conclusion

En gouvernance d'entreprises, comme dans bien des domaines, le fossé qui sépare l'intuition immédiate du terrain et

sa conceptualisation est vaste. En effet, les notions de propriété capitaliste et de droit de vote semblent limpides, et pourtant leur application à l'analyse des groupes d'entreprises aux liens multiples reste problématique à bien des égards. Au point que certains spécialistes appellent propriété ce que d'autres nomment contrôle ! Après avoir déminé le champ des définitions et opté pour des classifications précises en la matière, nous avons illustré différentes méthodes présentes dans la littérature académique les appliquant à des groupes aussi divers que Ayala aux Philippines, Power Corporation au Canada ou Mediobanca en Italie.

Chacune des méthodes présentées vise à quantifier la séparation entre la propriété et le contrôle de l'actionnaire de tête du groupe. En d'autres termes, il s'agit de comparer l'investissement financier d'un actionnaire avec le périmètre effectif de son contrôle, dès lors qu'il utilise différents mécanismes de levier. Le moyen le plus fréquemment utilisé à cette fin réside en la prise de participations majoritaires non exclusives, couplées à une structure pyramidale d'entreprises. Les objectifs ultimes de l'ensemble des méthodes présentées sont d'identifier d'abord le ou les actionnaires dominants des structures industrielles complexes, pour en établir ensuite les niveaux de levier de contrôle sur l'ensemble de la structure.

La notion de contrôle en présence d'actionnaires minoritaires est intimement liée à celle de bénéfices privés. En effet, outre l'utilité que peut procurer à l'ensemble de l'actionnariat la présence d'un acteur privilégié qui surveille et guide les gestionnaires, le contrôle s'accompagne potentiellement d'une série de bénéfices monétaires, informationnels, de pouvoir ou de prestige, réservés à l'actionnaire dominant.

L'existence de bénéfices de contrôle pose problème à différents niveaux. Au plan moral, elle relève d'une certaine violation de l'équité entre actionnaires puisque sa première conséquence est une répartition non proportionnelle des revenus entre les détenteurs du capital. Ceci explique notamment pourquoi de nombreux pays voient se développer des législations visant à protéger les petits porteurs.

Les bénéfices de contrôle sont difficiles à évaluer et leur évolution dans le temps l'est plus encore. Certaines annonces d'OPA offrent à cet égard une fenêtre d'observation idéale. En effet, le cours des actions de la cible croît parfois de façon importante traduisant notamment l'anticipation que le raider bénéficiera de bénéfices privés (Grossman et Hart 1988 ; Zingales 1994). En ce type d'occasions, le marché évalue indirectement ces bénéfices dont les heureux actionnaires de la société-cible capturent une part.

Mais parallèlement à la question de l'équité, se pose celle du fonctionnement efficace des marchés boursiers et de l'asymétrie d'information pouvant exister entre actionnaires de tailles différentes. Toutes ces questions renvoient inmanquablement au problème de l'évaluation des rapports de force au sein de l'actionnariat d'une entreprise. Cet article s'est donné pour objectif de montrer que cette évaluation est complexe, mais que plusieurs contributions récentes ont apporté des solutions constructives. Il a aussi mis en évidence l'importance du choix d'un seuil de contrôle.

Néanmoins, plusieurs pistes restent à explorer. Parmi les problèmes non résolus, citons celui des « boucles » dans l'organigramme. Pourtant de telles structures sont présentes dans la réalité des groupes industriels mondiaux. Malheureusement, les méthodes existantes pour évaluer le contrôle trébuchent sur ce type de situation pour la raison évidente que, dans une boucle, il n'y a pas de « tête » de chaîne. Une autre question épineuse concerne la délimitation des groupes. À l'heure actuelle, les liens entre entreprises sont tels qu'il est illusoire d'imaginer qu'au-dessus d'une certaine taille, on puisse trouver un groupe d'entreprises totalement déconnecté du reste du monde. Ainsi, les périmètres basés sur des critères géographiques sont souvent restrictifs et les organigrammes « cachent » certaines connexions. La mise en place d'une définition univoque, souple, et réaliste de la notion de « groupe d'entreprises », qui dépasse l'examen au cas par cas, ferait considérablement progresser la recherche en la matière.

Références bibliographiques

- Aghion, P. and P. Bolton (1992), « An incomplete contract approach to financial contracting », *Review of Economic Statistics*, 59, 473-494.
- Aoki, M. (1990), « Toward an economic model of the Japanese firm », *Journal of Economic Literature*, 28, 1-27.
- Baldone, S., F. Brioschi et S. Paleari (1997), « Ownership measures among firms connected by cross-shareholdings and a further analogy with Input-Output theory », mimeo, Politecnico di Milano.
- Barca, F. (1996), « On Corporate governance in Italy: issues, facts and agenda », *Fondazione Eni Enrico Mattei Note di Lavoro*, Working Paper No. 10/96.
- Barca, F. et M. Becht (éd.) (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford : Oxford University Press.
- Barclay, M.J. et C.G. Holderness (1991), « Negotiated Block Trades and Corporate Control », *Journal of Finance*, 46, 861-878.
- Barr, G., J. Gerson et B. Kanter (1997), « Shareholders as agents and principals: The case of South Africa's Corporate Governance System », dans *A Comparison of the U.S., Japan and Europe*, Donald H. Chew (éd.),

p. 297-310.

Baumol, W. (1959). *Business Behavior, Value and Growth*. New York : Macmillan.

Bebchuk, Lucian A., R. Kraakman, et G. Triantis (1999), « Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights », NBER Working Paper, 6951.

Berle, A. et G. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York : Macmillan.

Bianchi, M., M. Bianco et L. Enriques (2001), « Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy », dans Barca et Becht (2001), 154-187.

Bianchi, M. et P. Casavola (1996), « Piercing the corporate veil. Truth and appearance in Italian listed pyramidal group », Fondazione Eni Enrico Mattei Note di Lavoro, Working Paper No. 06/96.

Bianchi, M., P. Casavola et A. Ferrando (1997), « Pyramidal Groups and External Finance: an Empirical investigation », Banca d'Italia, Servizio Studi.

Biebuyck, T. (2002), « La Gestion de portefeuille d'Albert Fère », Mémoire de fin d'études, École de Commerce Solvay (ULB).

Black, B.S. (1990), « Shareholder Passivity Reexamined », *Michigan Law Review*, 89, 520-608.

Bloch E. et E. Kremp (2001), « Ownership and Voting Power » dans Barca et Becht (2001).

Brioschi, F., L. Buzzachi et M.G. Colombo (1989), « Risk Capital Financing and the separation of Ownership and Control in Business Groups », *Journal of Banking and Finance*, 13, 747-772.

Chapelle A. (2001). *Corporate Governance en Belgique: L'effet des pyramides*. Bruxelles Éditions de l'Université de Bruxelles.

Chapelle, A et A. Szafarz (2001), « Ownership and Control: Dissecting the Pyramid », Working Paper, Centre Emile Bernheim (Solvay Business School, ULB).

Claessens, S., S. Djankov et L.H.P. Lang (1999), « Corporate diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation », Policy Research Paper 2089, Washington, D.C. : World Bank.

Claessens, S., S. Djankov et L.H.P. Lang (2000), « The Separation of ownership and control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

Colmant, B. (2002), « Décote boursière des holdings: quelques considérations intuitives », *Revue Bancaire et Financière*, 2/3, 171-182.

De Angelo H., et L. De Angelo (1985), « Managerial Ownership and Voting Rights: A study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock », *Journal of Financial Economics*, 14, 33-69.

Demsetz, H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.

Dhillon, Johnson et Upinder (1994), « The Effects of Dividends Changes on Stock and Bond Prices », *Journal of Finance*, 49/1, 281-289.

Dyck A. et L. Zingales (2001), « Private Benefits of Control: An International Comparison », Cambridge, MA et Chicago : Harvard Business School et University of Chicago.

Ehrhardt, O. et E. Nowak (2001), « Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms », No. 2001/10, Centre for Financial Studies.

Ellerman, D. (1991), « Cross-Ownership of Corporations: A New Application of Input-Output Theory », *Metroeconomica*, 42, 33-46.

Faccio M. et L.H.P. Lang (2000), « The Separation of Ownership from Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western Europe », The Chinese University of Hong Kong.

Franks, J. et C. Mayer (1995), « Ownership and Control », dans H. Siebert (éd.) *Trends in Business Organization: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness?*, Tubingen : J.C.B. Mohr.

Franks, J. et C. Mayer (1998), « Ownership and Control in Europe », dans P. Newman (éd.). *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Londres : Macmillan, p. 722-730.

French, K. et J. Poterba (1991), « Were Japanese stock prices too high? », *Journal of Financial Economics*, 29, 337-364.

- Grossman S., et O. Hart (1980), « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation », *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Grossman, S. et O. Hart (1988), « One Share-One Vote and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Groupe Bruxelles Lambert, Rapport Annuel 2001.
- Haris, M. et A. Raviv (1988), « Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules », *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
- Hamon, J. (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », Paris : CEREG, Université Paris-Dauphine.
- Holderness, C.G. et D.P. Sheehan (1988), « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Husnan, S. (2001), « Indonesia », dans V. Capulong, Edwards D. et J.Zhung (éds.), *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand*, Asian Development Bank.
- Jensen, M., et W. Meckling (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 4, 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (2000), « Tunneling », *American Economic Review Papers & Proceedings*, mai, 22-27.
- Koke, F.J. (1999), « New evidence on Ownership structures in Germany », *ZEW Discussion*, Paper no 99-60.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, 52, 3, 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Schleifer (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Leech, D. (1987), « Corporate Ownership and Control: A New Look at the Evidence of Berle and Means », *Oxford Economic Papers* 39, 534-551.
- Leech, D. (2002), « Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies », *Homo Oeconomicus*, XIX(4).
- Mayer, C. (1999), « Firm control », Text of the inaugural lecture delivered to the University of Oxford, 18 février 1999, Saïd Business School.
- Power Corporation du Canada, Rapport Annuel 2001.
- Prowse, S. (1992), « The structure of corporate ownership in Japan », *Journal of Finance*, 47(3), 1121-1140.
- Renneboog, L., (2000), « Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange », *Journal of Banking and Finance*, 24, 12, 1959-1995.
- Shleifer, A et R. Vishny (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Van Hulle, C. (1999), « Principles of Corporate Governance with an application to the financial sector », *Tijdschrift voor Economie and Management*, 44, 3, 299-322.
- Van der Elst, C. (1998), « Aandeelhouders en aandeelhoudersstructuren in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen en in een Europees perspectief », dans *Corporate Governance: het Belgische perspectief*, Intersentia Rechtswetenschappen.
- Volpin, P.F. (2000), « Ownership Structure, Banks and Private Benefits of Control », Londres : London Business School.
- Weidenbaum, M., (1996), « The Chinese family business enterprise », *California Management Review*, 38, 141-156.
- Wolfenzon, D. (1999), « A Theory of Pyramidal Ownership », University of Michigan Business School.
- Zingales L. (1994), « The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience », *Review of Financial Studies*, 7, 125-148.
- Zwiebel, J. (1995), « Block investment and partial benefits of corporate control », *Review of Economic Studies*, 62(2), 211, 161-184.

1 Allemagne, Argentine, Autriche, Australie, Belgique, Canada, Corée du Sud, Danemark, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hong Kong, Irlande, Israël, Italie, Japon, Mexique, Nouvelle Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal,

Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse.