

Augmentation de capital en numéraire, risque de dilution et ingénierie financière_ étude comparative.

Amor Guira

Pr Mahfoud Djebbar

Faculté des sciences économiques, Université de Setif 1

Abstract :

This study aims to explain and analyze the impact of public savings offer made by corporations in their ownership structure, their earning per share. Moreover, this study is interested by the relationship between ownership structure and the governance of corporations, their performance, their value and the modality by which change in ownership structure are controlled and directed, especially by use of financial engineering products and techniques. The results indicate that in France there is a corporate governance frame work, such as provide a complete frame work for to handle changes in the ownership structures of French companies in favor of national reference shareholders. But, in Algeria the 51%/49 % rule is considered as the only framework to control the ownership structure changes in Algerian companies.

Keywords: Public offer for savings, dilution risk, Financial Engineering, Ownership Structure, Corporate Governance.

Introduction:

C'est vrai que les sujets des produits et des techniques de l'ingénierie financières, d'une part, et les risques de dilution de pouvoir et des bénéfices par action, d'autre part, sont abondamment investi par les chercheurs. Cependant rare ceux qui ont étudié l'impact de l'utilisation de ces produits et techniques pour lutter contre les risques de dilution associés aux opérations d'augmentation de capital en numéraire et ces implications sur la structure de propriété et la géographié de capital des entreprises. A cet égard, la revue de la littérature en la matière nous a donné peu d'études, parmi lesquelles nous pouvons citer celle de Phillipe Desbrières, intitulée « nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise ».

La présente étude a pour objet d'étudier l'impact de l'utilisation des produits et techniques de l'ingénierie financières pour faire face aux risques de dilution. Pour ce faire, nous allons présenter, dans une première section, le cadre théorique relatif aux opérations d'augmentation de capital, notamment celles en numéraire ainsi que ses implications en matière de structure de l'actionariat et de la géographie de capital. La deuxième section est consacrée à l'impact de la géographie de capital sur la gouvernance, la performance et la valeur de l'entreprise. Les mécanismes utilisés par les actionnaires de référence pour conforter le contrôle de l'actionariat font l'objet de la troisième section, puis dans une quatrième section, l'étude va comparer les pratiques en la matière entre des entreprises du CAC 40 et des sociétés mixtes algéro-étrangères.

L'étude de la structure de propriété prend sont importance dans un contexte de séparation des fonctions de propriété, de décision et de contrôle, car cette sépara-

tion, qui domine dans les sociétés managériales engendre, dans la plus part des cas, et selon la doctrine de la théorie d'agence, une divergence d'intérêts entre les actionnaires et leurs mandataires (les dirigeants). Ces derniers profitent de la dispersion du capital, de la séparation propriété/décision et de la diversification des portefeuilles des investisseurs pour essayer de réaliser d'autres objectifs que la maximisation de la valeur de marché du patrimoine des actionnaires,

Cette divergence impliquerait la rupture du lien entre la fonction sociale de la propriété privée et l'allocation optimale des ressources dans l'économie. Une telle rupture apparaît couteuse tant sur le niveau microéconomique que macroéconomique, vu que ce phénomène est à l'origine de la faillite et de la disparition d'un nombre important d'entités économiques prospères sur le plan industriel et commercial ; à l'exemple d' (ENRON, World Com, Maxwell, Parmalat, Crédit lyonnais, Eurotunnel ...etc.). Ces scandales n'auraient pas vu le jour dans des entreprises où règne une solide structure de propriété, c'est-à-dire une géographie de capital en faveur des actionnaires en place. Parmi les décisions financières qui peuvent affecter ladite structure nous citons les opérations d'augmentation du capital en numéraire.

I_ L'augmentation de capital en numéraire modalités et spécificité: Il s'agit de l'une des formes d'augmentation de capital réalisées par l'émission des nouvelles actions dans le cadre d'une opération d'appel public à l'épargne¹. Par la définition de l'opération d'augmentation de capital en tant qu'opération de vente d'actions voir de l'entreprise par l'actionnaire actuel, il faut reconnaître que cela implique que ce dernier doit céder les droits qui sont liés (le droit de vote, les bénéfices par action et le boni de liquidation)².

En ce qui concerne les modalités d'augmentation de capital en numéraire et sur la base de son effet sur la richesse et le pouvoir des anciens actionnaires, nous pouvons distinguer les augmentations de capital sans droits préférentiels de souscription (DPS) et celles avec ces droits³.

Sur le plan théorique, les opérations d'augmentation de capital participent dans la diminution d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers, selon la théorie de l'agence. Ainsi elles contribuent dans la réduction de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et leurs mandants. Néanmoins la théorie de signal ne donne aucun soutien théorique à ces opérations, car elle stipule qu'elles émettent un signal négatif en ce qui concerne les indicateurs financiers futurs de l'entreprise⁴.

II _ augmentation de capital en numéraire, risque de dilution et géographie de capital

L'opération d'augmentation de capital en numéraire est considérée comme l'une des décisions les plus importantes dans la vie de l'entreprise, car cette décision peut engendrer des modifications substantielles au niveau de deux variables très importantes en matière de la détermination de la vocation, la stratégie, la politique et les objectifs de l'entreprise : la répartition de l'actionnariat et la géographie de capital.

II_ 1_ augmentation de capital en numéraire et risque de dilution

Au regard de l'accroissement du nombre d'actions après une opération d'augmentation du capital en numéraire, les anciens actionnaires voient leur contrôle sur l'entreprise diminuer et par là, leurs bénéfices par action (BPA). Si ces actionnaires ne suivent pas l'augmentation de capital au prorata de leur participation actuelle et si les fonds collectés ne réalisent pas la rentabilité estimée (exigée), deux phénomènes illustrés comme suit peuvent avoir lieu :

1_ La dilution de contrôle : la dilution de contrôle est la réduction des droits sur l'entreprise subie par un actionnaire (c'est-à-dire la réduction de la part de certains actionnaires) pour que l'augmentation de capital n'entraîne ni entrée, ni sortie de fonds⁵.

En l'absence des droits préférentiels de souscription (DPS), le calcul de la dilution du contrôle suit deux raisonnements⁶:

Sur la base de l'action, la dilution de contrôle = $\frac{N'}{N+N'}$

N' , représente le nombre d'actions nouvelles.

N , représente le nombre d'actions anciennes.

Sur la base globale (capitaux propres) :

Dilution

produit de l'augmentation de capital

valeur des capitaux propres avant l'opération + produit de l'augmentation de capital

2_ la dilution des bénéfices par action (BPA)

Même si les montants élevés dans une opération d'augmentation de capital sont censés améliorer la capacité bénéficière de l'entreprise, le bénéfice à court terme n'est pas susceptible d'augmenter, c'est-à-dire que tout accroissement du nombre d'actions diminue le bénéfice par action (BPA). Il existe plusieurs façons de le mesurer⁷.

La première, intitulée dilution apparente, ne s'intéresse qu'au nombre d'actions

créées et s'écrit : $\frac{N'}{N+N'}$

La seconde appelée dilution réelle, prend en considération les valeurs respec-

tives des titres d'origine et des titres émis ; elle s'écrit : $\frac{N'P}{NP+N'P}$

Enfin, la dilution technique considère le rapport du cours après augmentation de

capital au cours d'origine, soit : $\frac{P1}{P0}$

II_ 2_ augmentation de capital en numéraire, structure de propriété et géographie de capital

Les opérations d'augmentation de capital en numéraire désignent des opérations de vente des actions (voire de toute l'entreprise) par les actionnaires actuels si ces derniers ne suivent pas l'opération au prorata de leurs participations avant

l'opération. Donc ces opérations impliquent un changement dans la structure de propriété, voire une modification dans la répartition des pouvoirs entre les différentes catégories d'actionnaires, c'est-à-dire une modification au niveau de la géographie de capital.

1_ La géographie de capital et la gouvernance de l'entreprise

Le gouvernement d'entreprise se définit simplement comme tout système par lequel une société est dirigée et contrôlée⁸. Donc il est clair que la concentration (diffusion), la nature des actionnaires et la séparation propriété/décision sont des facteurs déterminants en matière de gouvernement d'entreprise. Fama et Jensen ont énoncé à ce propos les propositions fondamentales suivantes⁹:

- Il ya normalement séparation décision contrôle dans les organisations ouvertes (forte diffusion des titres) et concentration dans les organisations fermées (faible diffusion).
- La séparation des fonctions de propriété et de décision induit une forme d'organisation ou il ya séparation des fonctions de décision et de contrôle. En d'autres termes, pour qu'une organisation soit viable, si les dirigeants ne sont pas les propriétaires, il faut qu'il y ait un organe indépendant chargé de contrôler l'entreprise.
- La réunion des fonctions de décision et de contrôle entre les mains d'un nombre limité d'agents conduit à une concentration des titres de propriété chez les mêmes agents.

Tant que la géographie du capital représente le pourcentage en intérêt financier et le pourcentage en droits de vote¹⁰, il est clair que cette géographie a une influence majeure sur la prise de décision au sein des organes sociaux de la société et notamment au niveau des assemblées générales, qui sont les organes de base où sont prises les importantes décisions. En Algérie¹¹ comme en France le cadre législatif dispose que. L'assemblée générale ordinaire des actionnaires (AGO) prend à la majorité simple, des décisions concernant la gestion ordinaire de la société. Cependant, l'assemblée générale extraordinaire (AGE) prend des décisions modifiant les statuts à la majorité absolue des 2/3 des voix¹².

Le tableau ci-dessous présente les différents stades de contrôle d'une société anonyme en France.

Tableau N(01) : Les principaux stades de contrôle d'une société anonymes en France

% de droit de vote	Pouvoir
≤ 33,3 %	Pas de contrôle
33,3 % - 50%	contrôle négatif sur les décisions d'AGE
50%	contrôle négatif sur les décisions d'AGO et d'AGE
50% - 66,6%	Contrôle positif sur les décisions d'AGO
≥ 66,7%	contrôle positif sur les décisions d'AGO et d'AGE

Source : Quiry P, Le Fur Y., op.cit., p 925.

A la lumière du tableau ci-dessus, il est fort de constater l'importance que représente la géographie de capital en matière de gouvernance des entreprises. D'ailleurs, il est clair, qu'il est nécessaire, pour une coalition des actionnaires de contrôler soit d'une manière positive ou négative les assemblées générales. Donc les actionnaires qui souhaitent contrôler l'entreprise sont invité à acquérir les droits de votes qui leurs permettent de dominer positivement sur l'AGO et l'AGE et manipuler consécutivement la gestion ordinaire et les décisions stratégiques dans l'entreprise. Ou, en jouissant d'un seuil de blocage qui leurs permette de contrôler l'entreprise par le négatif. Cependant ils occupent la place du mort s'ils ne détiennent que moins d'une minorité de blocage de l'AGE (un tiers).

2_ La géographie de capital et la performance de l'entreprise

La géographie de capital en tant que répartition des pouvoirs entre les différentes catégories des actionnaires¹³, a un impact important en matière de l'existence ou non de la séparation propriété/décision, c'est-à-dire elle influence substantiellement la composition et le niveau de la performance des organes de direction et de surveillance au sein de l'entreprise. D'ailleurs, la plupart des études revues à l'occasion du présent article s'articulent autour de la problématique suivante : « les entreprises dirigées par leurs propriétaires sont-elles plus performantes que les autres entreprises ? ». La réponse n'est pas facile à donner, car il ya une diversité des thèses et opposabilité des opinions. Et dans ce contexte et sur le plan théorique, la revue de l'état actuel de la littérature nous a donné trois conceptions principales, à savoir la thèse de la convergence des intérêts, la thèse de la neutralité et enfin celle de l'enracinement des dirigeants¹⁴. Sur le plan pratique et lorsque les déterminants de la géographie de capital, sont le degré de concentration (diffusion) de capital et la nature des actionnaires. Et c'est pour cela que les études s'intéressant aux relations géographie de capital, gouvernance et performance des entreprises se basent sur la mesure de performance (comme variable expliquée) par rapport à la nature des actionnaires (famille, financiers, industriels, Etat...etc.), ou par rapport au différents degrés de concentration (diffusion), comme variables explicatives¹⁵, et dans ce cadre on peut citer à titre d'exemple les études suivantes¹⁶:

- Une synthèse des études anciennes concluent à une performance supérieure pour les entreprises gérées par leurs propriétaires, mais une différence n'est pas le plus souvent statistiquement significative, ce qui fait que ces études rejoignent la position de Berle et Means et se conforment à la doctrine de la théorie d'agence (Jensen & Meckling 1976).
- Plus récemment, Demsetz et Lehn (1985) rejettent toute liaison entre la performance et la géographie de capital en étudiant la relation entre le taux de rentabilité comptable sur les fonds propres et le taux de concentration de capital détenu par les principaux actionnaires, donc ce résultat confirme la thèse de la neutralité.
- Les études de Morck, Shleifer et Vishny (1988), en ayant recours au Q de Tobin comme indicateur de performance, identifient une relation non li-

néraire entre la performance et le pourcentage de capital détenu par le conseil d'administration, censé représenter le capital détenu par les dirigeants, ce qui renforce la thèse de l'enracinement.

Par ailleurs, et d'une manière globale, des études récentes de R. Anderson et R. Reeb (2003), Villalonga & Amit (2006) pour les Etats-Unis¹⁷, p. Harbula (2004) pour la France ont pu montrer que les performances financières des sociétés ayant un actionnaire de référence (familial, institutionnel...etc.) sont meilleurs que la moyenne, et le niveau optimal de la détention de capital par l'actionnaire de référence est compris suivant les études entre 30% et 50%¹⁸. Ainsi, en sortant de leur rôle passif, les investisseurs institutionnels, selon des études de, J.J. McConnell et H. Servaes, (1990) ; M.M. Cornett, et al. (2008) ; H. Tsai et Z. Gu, (2007) ; effectuées dans le contexte américain, influencent positivement la performance des entreprises où ils détiennent des participations. Cependant leur présence dans la géographie de capital dans le contexte français n'a pas le même effet¹⁹.

III_ Les mesures utilisées pour contrôler l'actionnariat

Comme réponse aux risques incontournables engendrés par les opérations d'augmentation de capital en numéraire, d'une part et pour se protéger contre les différentes tentatives de prise de contrôle, d'autre part, la coalition en place dans l'entreprise essaie de rendre coûteux, difficile voire impossible un changement au niveau de la répartition de l'actionnariat. En réalité il y a un ensemble de mesures qui peuvent servir ces objectifs et sont les suivants :

III_ 1_ Les mesures d'ordre contractuel : quoi qu'il en soit, par le biais des accords passés entre les actionnaires (droit d'agrément, droit de préemption...etc.) ou par l'intermédiaires des conventions conclus entre l'entreprise et les tiers. Les actionnaires de référence peuvent entraver ou contrôler les changements dans l'actionnariat²⁰.

III_ 2_ Les mesures d'ordre réglementaire : il s'agit de certaines réglementations qui donne à l'état le droit de veto pour bloquer toute changement de contrôle au sein des entreprises juger stratégique²¹.

III_ 3_ Les mesures d'ordre statutaires

Le statut de l'entreprise peut prévoir des mesures qui limitent les droits de vote détenus par un actionnaire au-delà d'un seuil fixé. Par exemple, dans la société Danone aucun actionnaire ne peut détenir en assemblée plus de 06 % des droits de vote simples ou 12% des droits de vote doubles²². Ces mesures apparaissent très fiables voire pertinentes et largement utilisées dans les entreprises françaises à l'instar de Pernod Ricard, Lafarge- Coppée, Alcatel-Alsthom, Nestlé ... etc²³, notamment pour garantir la protection des actionnaires minoritaires. Un tel principe est un principe directeur à côté de la transparence et l'intégrité de marché, l'égalité des actionnaires, la loyauté dans les transactions et la compétition²⁴. Ainsi les statuts, dans certains pays, comme la France, peuvent tolérer des dispositions telles que : l'augmentation de capital réservé pour le bénéfice (le compte) d'une catégorie des actionnaires. Une telle disposition qui sert à renforcer la posi-

tion d'une catégorie normalement censée fidèle au détriment des autres actionnaires qui voient leur contrôle dilué. L'augmentation de capital réalisée par la société Gucci et réservée à PPR s'inscrit sous cette démarche pour diluer la participation de LVMH²⁵. Même les opérations de fusion et de réduction de capital peuvent servir les objectifs d'enracinement d'une coalition en place dans une entreprise²⁶.

III_4_ Les mesures relative a la forme sociale de la société

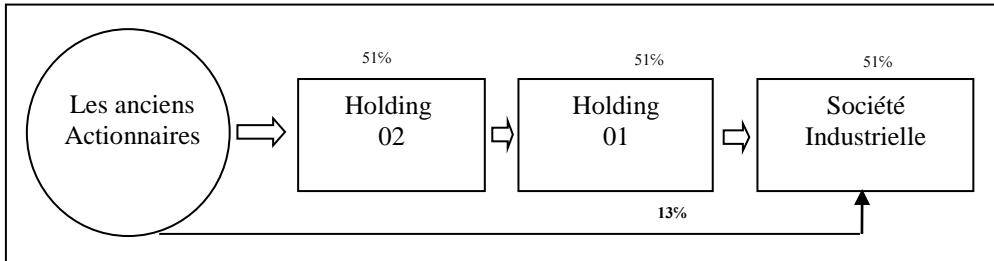
Les actionnaires de référence, au moment de la création de la société ou en cours de la vie de celle-ci, peut concevoir la forme sociale ou le mode d'organisation qui lui permettra de la contrôler. À cet égard on trouve les deux formes sociales suivantes :

1_ La société de commandite par actions : il s'agit d'une forme sociale qui comporte deux types d'associés, commandités et commanditaires, ce qui fait il n'est ya pas une homogénéité entre les associés. Une telle situation utilisée par les actionnaires de référence, qui sont commandités, pour verrouiller le capital de l'entreprise²⁷.

2_ La société Holding :

En plus des avantages dont l'entreprise bénéficie lorsqu'elle s'organise en forme de Holding, il y a la création d'un marché interne des capitaux propres, une meilleure adaptation avec la forme multi-divisionnelle, une fiscalité avantageuse. Les actionnaires de contrôle, en utilisant l'effet démultiplicateur de holding, Peuvent contrôler une entreprise avec uniquement la détention d'une petite part et ce, à travers un montage financier. Cette part est suffisante au fur à mesure du nombre de holdings de contrôle installés pour gouverner la société cible. Le schéma suivant présente un exemple en la matière :

Graphes N (01) : un montage financier par l'utilisation de l'effet démultiplicateur de holding.



Source : préparé par l'auteur

A la lumière du schéma ci-dessus, il est clair que si le pourcentage de titres requis pour être majoritaire dans la société cible est X est celui requis dans le holding Y, il suffit pour obtenir le contrôle de la cible de détenir X.Y de ses titres. Si deux holdings sont utilisés il suffit de détenir X.Y.Z des titres de la cible²⁸.

Comme présenté ci-dessus il ya une variété des mesures, qui vise un seul objectif, à savoir, conforter le contrôle de l'entreprise par une coalition au pouvoir. Ces

mesures atteignent leur objectif via un ensemble de techniques qui servent à séparer le pouvoir et le capital, comme dans le cas de l'entreprise qui prend la forme sociale de société de commandite par action (SCA) ou le mode organisationnel de Holding. Les mesures d'ordre contractuel utilisent les pactes entre les actionnaires d'une part, et les conventions entre eux et les autres parties prenantes d'autre part, pour contrôler de changement de l'actionnariat. Aussi, les actionnaires de contrôle peuvent renforcer la présence des actionnaires fidèles à travers des opérations financières et utiliser les dispositions juridiques pour limiter les droits de vote d'un actionnaire indésirable ou acquéreurs, installer des clauses de changement de contrôle...etc.

Malgré l'utilité de ces mesures, il est fort de constater que la plupart d'entre-elles contiennent des carences majeures, notamment en ce qui concerne l'incompatibilité des mesures contractuelles, réglementaires et statutaires avec les exigences des marchés financiers en matière de liquidité et fluidité des transactions.

III_5_ L'ingénierie financière et la gestion du risque de dilution

En dérogeant des principes de l'égalité entre les actionnaires, de la proportionnalité entre le capital détenu et le pouvoir exercé (une action un droit de vote), qui sont des principes fondamentaux dans le droit des sociétés. Les organes de supervision et de direction, qui sont sensés servir les intérêts des actionnaires en place, autorisent l'émission de ce qu'on appelle « nouveaux fonds propres » ou parfois « quasi fonds propres ». Et malgré la multiplication et la diversité de ces produits, on les classe pour l'intérêt de l'étude dans les deux catégories suivantes :

1_ Les titres donnant accès au capital :

Il s'agit de produits dérivés de l'obligation ou de l'action, tels que les obligations convertibles, les obligations remboursables en actions, les obligations échangeables en actions, les obligations à bons de souscription d'actions (OBBSA), les actions à bon de souscription d'actions (ABBSA) et autres produits hybrides et sur-complexes²⁹. Ces titres ont vu le jour en France sous l'égide de la loi 1966 pour les OC et les OEA, puis la loi Delors du 03 janvier 1983 autorisant la création d'OBBSA et enfin la loi n 85-1321 du 14/12/1985 permettant aux entreprises de créer des bons de souscription (BS) (appelés warrant dans les pays anglo-saxons) et qui est en substance, une option d'achat sur les valeurs mobilières susceptibles d'être émises par l'entreprise : actions, obligations, certificats d'investissement.

Dans un contexte caractérisé par un niveau élevé d'endettement, en plus, de la limitation de transfert de la richesse des prêteurs vers les actionnaires, de la résolution des conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes de l'entreprise (actionnaires majoritaires, dirigeants, partenaires financiers, prêteurs...), comme démontre (Desbrières, 1995), et la diminution des coûts d'agence associés à cette situation. L'émission de ces nouveaux fonds propres tels que les obligations convertibles et les titres financiers assortie de bons de souscription est considérée comme la seule façon de s'endetter sans avoir augmenté le risque inhérent au surendettement, car les détenteurs de ces titres hybrides peuvent exercer leurs

options et devenir actionnaire à part entière, lorsque les risques de faillite augmentent.

Parmi les autres intérêts des titres composés avec des options (de conversion, d'échange, de remboursement, de présentation d'un bon), ils donnent la possibilité de programmer le renforcement des capitaux propres de l'entreprise, d'une part et de le différer, d'autre part.

Mais, l'utilité principale de ces valeurs mobilières réside dans l'utilisation de l'émission d'obligations convertibles et de titres auxquels sont attachés des bons de souscription (OBSA, ABSA...) comme des dispositifs de défense contre les tentatives de prise de contrôle³⁰. cela veut dire que la détention de ces valeurs mobilières optionnelles par des investisseurs «amis» est bénéfique pour la coalition en place en matière de protection contre un OPA hostiles, par ce que ces investisseurs «amis» sont sensés exercer leurs options (de souscription, de conversion, d'échanges) et diluer le nombre de droits de vote des agresseurs, voire les pousser à abandonner leurs tentatives.

2_ Les valeurs mobilières permettant de dissocier l'exercice de pouvoir et la détention des titres

Pour que les actionnaires de référence dans la société conservent le pouvoir entre leurs mains sans accroître leurs participation en capitaux propres lors des opérations d'augmentation de capital, ils peuvent faire appel aux techniques (produits) de l'ingénierie financière qui sert à rendre le capital des nouveaux arrivants passif en leurs donnant des fonds propres privés de droit de vote, et en se souscrivant dans des actions à droit de vote double, voire multiple.

D'ailleurs, dans le cadre de la loi du 03 janvier 1983 et en se basant sur la technique de démembrement des actions en deux éléments : un certificat d'investissement (CI) et un certificat de droit de vote (CDV), le premier représente les droits pécuniaires attachés à celle-ci (droit aux dividendes, aux réserves et aux bonis de liquidation), le deuxième représente les autres droits, notamment le droit de vote dans les assemblées³¹. Les sociétés de droit français qu'elles soient publiques ou privées trouvent un outil intéressant pour organiser le verrouillage de capital³². ainsi les ADPSDV, qui sont des actions privées de droit de vote, en contrepartie de la priorité qu'elles offrent en matière de bénéfices distribuables à ces détenteurs, est utilisé dans la démarche de dissocier l'exercice de pouvoir de la détention du capital.

Par ailleurs, toujours en France et dans le cadre des dispositifs de l'article 175 de la loi 1966, il est autorisé la création des actions à droit de vote double (ADVD). Les membres de la coalition en pouvoir dans l'entreprise souscrivent dans des actions à droit de vote double (ADVD) pour jouir de plus de pouvoir que la quotité de capital qu'ils détiennent, ce qui leur permet de contrôler la société sans s'attribuer la majorité de ses fonds. Néanmoins, la création de ce type des titres et en raison de leurs impact déterminant sur l'équilibre de pouvoir entre les différentes catégories des actionnaires (actionnaires internes, actionnaires externes) et

tributaire des conditions que ce dispositif ne touche que les actions qui n'ont pas changé de mains depuis deux ans et qui sont intégralement libérées³³.

En ce qui concerne les inconvénients des CI et des ADPSDV, vu que le détenteur de ces titres de fonds propres ne peut exercer l'un des droits fondamentaux de ces titres, qui est le droit de vote dans les assemblées générales, leur rémunération doit être supérieure d'une façon notable par rapport aux rémunérations des actions ordinaires. Aussi, ces deux types de nouveaux fonds propres peuvent donner naissance aux actions ordinaires lors de la reconstitution des CI avec les CDV et à l'occasion, à l'incapacité de l'entreprise émettrice des ADPSDV de distribuer des bénéfices d'une façon intégrale dans trois ans, les détenteurs des ADPSDV retrouvent leurs droits de vote, ce qui rend ce dispositif inutile voire dangereux. Une telle situation engendre une dilution de pouvoir des actionnaires majoritaires après avoir dilué les bénéfices par action.

3_ La participation financière des salariés

Inspirée de la fameuse ESOP initiative anglo-saxonne introduite aux Etats-Unis dans les années 1980³⁴, les pays de l'Europe continentale et la Grande Bretagne ont adopté des législations qui encadrent et encouragent l'actionnariat des salariés³⁵.

La participation financière des salariés est définie selon Matoury et Crozet (1986), comme « l'ensemble des moyens dont disposent les travailleurs pour influencer les décisions dans l'entreprise ou de bénéficier de surplus qu'elle a dégagés. »³⁶. quelle que soit la formule avec laquelle cette participation est mise en œuvre : plan d'épargne d'entreprise (PEE), plan d'options sur actions (POA) ou plan d'actionnariat des salariés (PAS), les motivations sont d'aligner les intérêts des salariés avec ceux des actionnaires (selon Gordon et autres)³⁷ et d'augmenter la productivité et la rentabilité économique³⁸. En ce qui concerne la répartition de pouvoir et la gouvernance dans l'entreprise, l'actionnariat des salariés peut soutenir la stabilité et le contrôle de la géographie de capital, car cet actionnariat est considéré comme un pôle de stabilité au sein du capital et renforce en général la position de la coalition en pouvoir, c'est-à-dire qu'elle sert l'enracinement des dirigeants.

Par ailleurs, l'ampleur de cette participation variée d'une fraction assez faible, comme c'est le cas chez France Télécom 3,7% et Saint-Gobain 7,8%, à une proportion considérable tel que la situation de Steria 17% et Eiffage 24%³⁹.

Sur le plan pratique, l'analyse des produits et techniques présentés ci-dessus nous a permis de cerner leurs différents aspects techniques, financiers, comptables et D'ailleurs, En dérogation du principe généralement reconnu « une action, un droit de vote », une entreprise peut créer au sein de sa géographie de capital une situation de disparité et une absence de proportionnalité entre la part du capital détenu et le poids au sein des l'assemblées générales des actionnaires, une telle situation se produit en faveur des actionnaires en place, qui souhaitent collecter des ressources de financement sans avoir dilué ni emprunté davantage. Et cela se fait par l'attribution instrumentalisée de droit de vote. En France, diverses mesures peu-

vent être adoptées pour consolider la position des actionnaires prépondérants, mesures qui ont toujours en commun d'instrumentaliser le droit de vote. Celui-ci n'est plus uniquement attribué afin de permettre à ses détenteurs de participer à l'élaboration de la politique de la société, mais également afin d'assurer une meilleure stabilité au détenteur de pouvoir en place⁴⁰.

Enfin, il est intéressant de noter que nous sommes dans le champ de la finance d'entreprise, où tout a un prix ou un coût. Et les solutions apportées par l'ingénierie financière s'inscrivent dans cette logique et ce, malgré que les produits et les techniques de l'ingénierie financière sont dans la plupart des cas pertinentes, adéquates, souples. Mais ceci ne doit pas nous pousser à croire que ces techniques et ces produits sont sans aucun coût ou inconvénient. D'ailleurs le recours à certains produits comme le cas des droits de vote double est une source d'un très grave conflit d'intérêt entre les actionnaires majoritaires et ceux minoritaires, ce qui incite ces derniers à mener une bataille de procuration pour obliger le management de l'entreprise à respecter leurs intérêts⁴¹, voire torpiller toutes initiatives des actionnaires prépondérants de manipuler la décision dans l'entreprise.

IV_ Etude comparative

Pour tirer des résultats en matière des risques de dilution, de géographie de capital et de l'utilisation des produits et techniques de l'ingénierie financière, dans deux économies qui diffèrent sur autant d'indicateurs économiques. Nous avons choisi de suivre une approche comparative entre deux échantillons d'entreprises : un échantillon d'entreprises du CAC 40, et un autre de quelques sociétés à capital mixte Algéro-étranger et de droit Algérien.

IV_1_ La géographie de capital des entreprises de CAC 40

En ce qui concerne les sociétés du CAC 40 le tableau ci-dessous présente d'importants indices en matière d'envergure de l'émission des actions à droit de vote double et des actions à dividendes prioritaires sans droit de vote. Il illustre aussi les diverses répartitions de l'actionnariat et les différentes géographies de capital.

Le tableau n 02 : répartition du capital et des droits de vote dans les sociétés de CAC 40

l'entreprise	La typologies des actionnaires								Total
	Familiaux	Institutionnels	Industriels	Salariés	Management	Public	Étatique	Auto détention/ contrôle	
<i>Bouygues</i>	20,9% (27,3%)	-	-	23,3% (30,6%)	-	55,8% (42,1%)	-	-	100% (100%)
<i>Essilor</i>	-	-	-	8,4% (14,5%)	-	89,8% (85,5%)	-	1,8% 0,00%	100% (100%)
<i>Michelin</i>	-	83,1% (84,0%)	-	1,8% (2,4%)	-	15,1% (13,6%)	-	-	100% (100%)

<i>Airbus</i>					72,94% (72,85%)	27,06 % (27,15%)		
<i>Carrefour</i>		14,77% (20,06%)		1,09% (1,92%)	83,35% (78,02)		0,80% (0,00%)	100% (100%)
<i>Total</i>		4,8% (4,8%)		4,7% (8,6%)	85,9% (86,6%)		4,6% (0,00%)	100% (100%)
<i>Bnp-paribas</i>		3,96% (5,55%)		7,42% (12,07%)	86,08% (80,05%)		2,54% (2,33%)	100% (100%)
<i>Société générale</i>		14,03 % (23,61 %)		6,66 % (8,86 %)	79,29 % (67,51 %)		0,02 % (0,02 %)	100% (100%)
<i>Peugeot</i>	25,27% (37,89%)	53,90% (45,90%)		3,57% (4,5%)	13, 65% (11,71%)		3,60% (0,00%)	100% (100%)
<i>Renault</i>			3,10% (3,68%)	2,5% (2,97%)	63,53% (75,51%)	15,01% (17,84%)	15,86% (0,00%)	100% (100%)

La source : préparé par l'auteur sur la base des documents de référence des entreprises concernées.

**les chiffres entre parenthèses concernent les pourcentages de droits de vote.*

Les chiffres du tableau ci-dessus montrent que les entreprises concernées ont davantage fait recours aux ADVD et aux ADPSDV pour renforcer la position en matière de pouvoir des actionnaires de contrôle (familial, institutionnels, salariés). Une telle tendance qui pèse lourdement sur la répartition du pouvoir entre des différentes catégories d'actionnaires et permet, par exemple aux actionnaires familiaux de Peugeot de contrôler par le négatif l'AGE, à travers les 37,89% droits de vote qu'ils détiennent uniquement avec un pourcentage de capital de 25,27%. En outre, il est fort de constater que presque la totalité des entreprises a mis en œuvre des plan d'actionnariat des salariés en premier lieu, voire renforcer leurs pourcentages en matière de droit de vote pour les utiliser en tant que pole de stabilité au sein de la structure de propriété. L'entreprise Bouygues nous a donné une brillante illustration, car ces salariés détiennent 23,3% du capital et 30,6% des droits de vote.

Même s'il est communément admis que les entreprises françaises sont à caractère fortement concentré, un capital à caractère familial important et la faiblesse de la part détenue par les institutions⁴², les résultats auxquels nous avons abouti infirment de telles confirmations, des échantillons qui contient des PME, ou règne d'avantage actionnariat familial. Cependant notre étude a été articulée autour des grandes capitalisations boursières en France, caractérisées par l'importance des investisseurs institutionnels et individuels. En effet, les grandes entreprises sans actionnaire dominant constituent le meilleur endroit pour investir pour ces deux types d'actionnaires qui sont jugés passifs en matière de gouvernance. D'ailleurs les moyennes arithmétiques des parts de capital détenues par les investisseurs institutionnels et individuels sont successivement de l'ordre de 17,45% et 64,54%

et ceux des pourcentages de détention des droits de vote sont de l'ordre de 18,45% et 61,34%.

D'une manière générale, il est fort de constater que les émissions des ADVD et des ADPSDV prennent leur ampleur dans les entreprises où règne un actionnaire familial prépondérant.

La loi Florange⁴³, instaurée en France le 29 mars 2014 ne vise pas uniquement de reconquérir l'économie réelle, mais aussi de favoriser les citoyens français et les ressortissants de la communauté européenne en matière de pouvoirs sans aucun investissement supplémentaire, en leurs donnant des actions à droits de vote double, ce qui bouleverse les équilibres de pouvoir au sein de la géographie de capital des entreprises françaises. Cette mesure vise à diluer le capital des investisseurs institutionnels anglo-saxon.

Même si les ADVD sont autorisés depuis 1966 ils restent peu répandus, et leur généralisation constitue un fait nouveau. Ceci dit, principe discriminatoire sur la base de la nationalité, contenu dans le texte de ladite loi pousse certains auteurs à qualifier leurs retombées de «nationalisations rampantes».

IV_2_ La règle 51/49 et la géographie de capital des entreprises mixte Algéro-étrangères

Depuis l'instauration de la règle 51/49 lors de la promulgation de la loi de finance complémentaire 2009, la géographie du capital des nouvelles sociétés mixtes Algéro-étrangères créées à partir de 2009 ont été influencées d'une façon décisive. Car cette règle qui stipule que «Les investissements étrangers ne peuvent être réalisés que dans le cadre d'un partenariat dont l'actionnariat national résident représente 51% au moins du capital social. Par actionnariat national, il peut être entendu l'addition de plusieurs partenaires»⁴⁴. Le tableau ci-dessous présente quelques exemples en la matière :

Tableau N(04) : la répartition du capital de quelques sociétés mixtes Algéro-étrangers

La jointe venture	les associées	Le % en capital
Usine Renault Algérie	Etatique (SNVI, FNI)	51% (34%, 17%)
	Groupe Renault	49 %
Usine de Mercedes- Benz	Etatique (SNVI, EDIV)	51% (34%, 17%)
	ABBAR	49 %
Usine sidérurgique de Ballara	FNI	51%
	Qatar Steel	49%

Préparer l'auteur d'après les bulletins du ministère de l'industrie

Ainsi, même si cette règle ne peut être appliquée d'une façon rétroactive les partenariats réalisés avant 2009, comme c'est le cas du partenariat Sider- Arcelor-Mettal, peuvent se restructurer pour se conformer. C'est dans ce cadre que les associés d'Arcelor- Mettal ont signé un nouveau pacte d'actionnaires qui stipule que l'associé national Sider augmente sa participation de 30% à 51% et l'associé étranger Arcelor- Mettal diminue sa participation de 70% à 49%⁴⁵.

Il est intéressant de noter que ladite règle a pour but de réagir au niveau de la répartition de l'actionnariat des sociétés mixtes Algéro-étrangères et d'empêcher

les associés étrangers de détenir un pourcentage de capital (de droit de vote) qui leurs permet de contrôler les entreprises dont ils sont associés, notamment en ce qui concerne les décisions stratégiques, qui sont prises uniquement dans l'AGE. Un tel organe de surveillance peut être contrôlé d'une façon positive à travers deux tiers plus un des droits de vote, ou par le négatif par le biais d'une minorité de blocage, à savoir un tiers plus un des droits de vote. Un très bon exemple de l'importance de contrôle de l'actionnariat des sociétés mixtes se trouve dans la revente de la cimenterie d'el Djelfa à Lafarge par Orascom Télécom Algérie. Un tel acte ne peut être commis quand l'associé national détient 51% des actions de Orascom Télécom Algérie.

En dépit de l'utilité de l'instauration de la règle 51/49 en matière de contrôle des décisions des assemblées générales, ce contrôle doit être confirmé par la dominance du conseil d'administration, véritable organe de direction et de surveillance dans l'entreprise, mais cela tarde à se produire au niveau des sociétés mixtes Algéro-étrangères. Et sous prétexte de la suprématie des managers étrangers sur leurs homologues Algériens, le management des sociétés mixtes est assuré par des équipes managériales étrangères. Une telle situation rend la règle 51/49 inutile de ce point de vue.

Conclusion :

Au terme de cette étude, nous pouvons conclure que les opérations d'augmentation de capital qu'effectuent les entreprises peuvent diluer les anciens actionnaires tant au niveau du pouvoir qu'au plan des bénéficiaires par action. Cette dilution de pouvoir implique une modification de la répartition de l'actionnariat et de la géographie de capital au sein des entreprises émettrices des actions nouvelles.

L'importance de la géographie de capital réside dans le fait que l'actionnariat définit la stratégie et les objectifs de l'entreprise, donc il est intéressant de connaître ou de situer le pouvoir au niveau de celle-ci. Ainsi la nature des actionnaires et le niveau de concentration (diffusion) de l'actionnariat ont un impact significatif sur la gouvernance, la performance et la valeur de l'entreprise ; les entreprises qui ont un actionnaire de référence (familial, industriel, institutionnel...etc.) apparaissent plus performantes.

A cet égard, les coalitions en place dans les entreprises essayent par un ensemble de moyens, de maintenir et de renforcer leur contrôle. Ces moyens peuvent être de nature statutaire, réglementaire, contractuelle, d'une part, ou apportés par l'ingénierie financière, d'autre part.

En France, le cadre législatif permet aux entreprises de recourir à toutes les techniques et produits qui servent à conforter le contrôle de l'actionnariat par la coalition en place. Mais ces entreprises ont tendance à utiliser les actions à droits de vote double pour reluer, d'une part les actionnaires prépondérants et diluer, d'autres part, les actionnaires indésirables. Une telle tendance s'accroît davantage chez les entreprises où règne un actionnaire de contrôle (familial, institutionnel...etc.). Cependant, en Algérie et étant donné que la bourse d'Alger ne compte

que quatre sociétés cotées, les soucis de la répartition de l'actionnariat et ceux de géographie de capital ne sont pas maintenant à l'ordre du jour, sauf quand il s'agit de la répartition de l'actionnariat au niveau des sociétés mixtes Algéro-étrangères, qui est le champ d'application de la règle 51/49. Donc il est clair que le régulateur Algérien préfère ce qu'on appelle «command and control» sur l'ingénierie financière.

Références Bibliographiques :

- 1_ Hutin H., 2003.-toute la finance d'entreprise en pratique, 2^{ème} édition, Éditions d'Organisation, paris., p 707.
- 2_ Quiry P, Le Fur Y, 2011.- Finance d'entreprise :Pierre Vernimmen, 9^{ème} édition – DALLOZ- Paris.- pp 903-904.
- 3_ Berk J, De Marzo P., finance d'entreprise, Pearson Education - Paris 2008. PP 802-803.
- 4_ Quiry P, Le Fur Y, op.cit. - pp 905-907.
- 5_ Ibid., p 908.
- 6_ Ibid., p 908.
- 7_ Gillet R, Jobard J. P., Navette P., Raimbourg P., 2003.-Finance- 2eme édition- DALLOZ – Paris.- PP 178-180.
- 8_ Richard B, Miellel D.,2003- la dynamique du gouvernement d'entreprise, Editions d'Organisation, Paris 2003., p 01.
- 9_ Charreaux G., 1997- structure de propriété, relation d'agence, et performance financière (collection dirigée par Gérard Charreaux), ECONOMICA, pp 55-84.
- 10_ Quiry P, Le Fur Y op.cit., p924.
- 11_ Mabrouk H., 1999.- code de commerce, Editions DAHLAB, Alger 1999., pp 267- 275.
- 12_ Ferry N., Kheimplster M. J., Lenghart F. K., Medjad K., Stolowy N., 2006- gestion juridique de l'entreprise, PEARSON Education, Paris., pp 122-126.
- 13_ Quiry P, Le Fur Y, op. cit., p924.
- 14_ Charreaux G., 1997- opt cit., pp 55-84.
- 15_ Mard Y., Marsat S., Roux F., 2009.- structure de l'actionnariat et performance financier des entreprises, le cas français, Finance Contrôle Stratégie, Lavoisier, (n° 198-199), pp 297 – 315.
- 16_ Lappalainen J., Niskanen M., 2012.- Financial performance of SMEs: impact of ownership structure and board composition, Management Research Review, Vol. 35 Iss 11 pp. 1088 – 1108.
- 17_ Basu N., 2014.-The structure of equity ownership: a survey of the evidence, Managerial Finance, Vol. 40 Iss 12 pp. 1175 – 1189.
- 18_ Pascal QUIRY, Yann LE FUR ,op.cit., p 975.
- 18_ Sahut J. M. et Othmani Gharbi H ., 2011.- influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes, La Revue des Sciences de Gestion, /5 n° 251, pp. 51-62.
- 19_ Gillet R, Jobard J. P., Navette P., Raimbourg P., op.cit., pp 187-188..
- 20_ Ibid., 940.
- 21_ Ibid., 940.
- 22_ Ibid., 940.
- 23_ Desbrières P, 1997.- nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise, opt cit., pp 303- 327.
- 24_ Faugerolas L., 2003.- la protection des minoritaires dans le titre v du règlement général du conseil des marchés financiers, revue ABDF- France. pp 201-215.
- 25_ Quiry P, Le Fur Y., opt cit., p 938.
- 26_ Ibid., 938.
- 27_ Merle P, 2006.- droit commercial : sociétés commerciales, 5 édition, DALLOZ, Paris., p597.
- 28_ Ibid., pp 87-103.
- 29_ IAS 32.

- 30_ Desbrières P, 1997.- nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise, op.cit., P 303- 327.
- 31_ Desbrières P, 1997.- nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise, op.cit., P 303- 327.
- 32_ Hutin H., op.cit. p 748.
- 33_ Ibid., p 742.
- 34_ Barktus B. R., 1997- Employee ownership as catalyst of organizational change, Journal of Organizational Change Management, Vol. 10 Iss 4 pp. 331 – 344.
- 35_ Michie J., Oughton C., 2001.-Employee share-ownership trusts and corporate governance, Corporate Governance, The international journal of business in society, Vol. 1 Iss 3 pp. 4 – 8.
- 36_ Desbrières P, 1997.- La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entrepris, ECONOMICA, (collection dirigée par Gérard Charreaux), Paris 361-395.
- 37_ Desbrières P., 1997. le rôle de l'actionariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise, ECONOMICA, (collection dirigée par Gérard Charreaux), P412-423.
- 38_ Desbrières P, 2002.- Les actionnaires salariés , Revue française de gestion, N 141, p. 255-281.
- 39_ Quiry P, Le Fur Y., op.cit., p 930.
- 40_ Boucobza X, 2003.- la loi de la majorité dans les société de capitaux, revue Mélanges AEDBF-France III : droit bancaire et financier-3^{ème} édition - la Revue Banque Editeur- 45-55.
- 41_ Albouy M., Schatt A., 2009.- Activisme et Proxy Fight, Revue française de gestion, Éditeur Lavoisier, (n°198-199).
- 42_ Kremp E., 1996- structure du capital des entreprises françaises, direction des entreprises, observatoires des entreprises, bulletin de la banque de France N 55.
- 43_ www.loi-florange.com.
- 44_ JORADP n° 44, 2009.
- 45_ Le bulletin du ministère de l'industrie N : 15 du 15/10/ 2013.