

## ANALYSE

# LES PACTES D'ACTIONNAIRES

Par **GILLES CHEMLA**,  
directeur de recherches au CNRS,  
Centre de recherche sur la gestion  
(Cereg), université Paris-Dauphine

La presse financière a récemment fait état de l'importance des pactes d'actionnaires dans les relations entre des détenteurs de parts d'entreprises cotées ou non. Ces exemples, qui incluent l'évolution de l'actionnariat de Carrefour et le contrat de joint-venture entre Fiat et General Motors, ne représentent que le sommet de l'iceberg : les pactes d'actionnaires, qui spécifient les droits et les devoirs des actionnaires activement impliqués dans la gestion d'une entreprise, sont des contrats financiers très répandus. Par exemple, les contrats de joint-ventures sont des pactes d'actionnaires entre deux entreprises, et les contrats de capital-risque des pactes d'actionnaires entre un créateur d'entreprise et un capital-risqueur. Il est donc naturel que ces deux types de contrats incluent les clauses observées dans les pactes d'actionnaires standard.

Un article récent propose un cadre d'analyse permettant une meilleure compréhension des clauses financières les plus répandues<sup>1</sup>. Considérons deux partenaires conjointement propriétaires d'une entreprise dans laquelle ils sont activement impliqués. La vente par un des partenaires de ses actions mettant parfois en péril la valeur de l'entreprise, l'essentiel du pacte concerne les restrictions sur le transfert d'actions, et spécifie dans quelle mesure les partenaires peuvent vendre leurs actions. Les clauses les plus répandues comprennent :

- des options put ou call donnant respectivement la possibilité à leur détenteur de vendre ou d'acheter les actions de l'autre partenaire à un prix d'exercice égal à la valeur de l'entreprise (calculée suivant des modalités contenues dans un article du contrat) ;
- des droits de préemption offrant à un partenaire la priorité sur les actions que l'autre partenaire souhaite vendre ;
- des droits tag-along (si un partenaire vend ses actions à un acheteur, ceux-ci

permettent à l'autre partenaire de forcer l'acheteur à acheter ses parts aux mêmes termes), drag-along (si un partenaire vend ses actions à un acheteur, il peut forcer l'autre partenaire à vendre ses parts à l'acheteur aux mêmes termes), et d'émissions d'actions (qui spécifient les modalités d'introduction en Bourse de l'entreprise).

Le recours à ces clauses peut être expliqué en ayant à l'esprit le scénario suivant : les deux partenaires investissent d'abord dans le développement d'une technologie ou d'un produit. Puis des incertitudes concernant l'environnement financier de l'entreprise sont levées, avec notamment l'apparition ou non d'un acheteur potentiel. Une réallocation des parts peut alors avoir lieu et les clauses peuvent être

Toutes ces clauses peuvent interagir et jouer des rôles complémentaires lorsque la valorisation de l'entreprise est imparfaite.

exercées. Puis l'un des partenaires (mais l'on peut aussi considérer les deux) peut ensuite réaliser une action qui peut être interprétée comme un second investissement ou comme une action réductrice de valeur, tel un transfert des ressources de l'entreprise à lui-même ou à une entreprise qu'il détient en propre (ces transferts peuvent aller du transfert de technologie au vol pur et simple en passant par un transfert d'actifs réalisé à un prix différent du prix réel de l'actif). Enfin les bénéfices sont réalisés et distribués aux actionnaires.

Au cas où aucun acheteur ne se présente, les deux seules clauses qui peuvent avoir un intérêt, car ne se référant pas à un acheteur extérieur, sont les puts et les calls. Ces options découragent les partenaires de

transférer une partie de la valeur de l'entreprise à eux-mêmes et optimisent les incitations à investir. Par exemple, si l'un des partenaires réalise un transfert destructeur de valeur, l'autre exerce son option put, laissant le premier partenaire seul actionnaire de l'entreprise dévalorisée. Anticiper ceci pousse les actionnaires à respecter leur partenaire et à ne pas transférer de valeur. Parallèlement, l'option call permet à la partie devant réaliser un deuxième investissement de racheter les actions de son partenaire et d'investir de manière optimale.

Les droits de préemption, en permettant à un partenaire de racheter les parts de l'autre, interdisent la vente d'actions à un acheteur dont la motivation serait d'extraire la valeur de l'entreprise sans créer de valeur pour les actionnaires en place, par exemple en s'appropriant une technologie et en la développant au sein de sa propre entreprise.

Les droits drag-along interdisent à un partenaire possédant un pouvoir de nuisance important de diminuer la valeur aux yeux de l'acheteur. Enfin, les droits tag-along obligent un acheteur capable d'exproprier un partenaire restant à lui racheter ses parts à un prix suffisant pour le motiver à s'investir dans l'entreprise.

Toutes ces clauses peuvent par ailleurs interagir et elles peuvent jouer des rôles complémentaires lorsque la valorisation de l'entreprise est imparfaite. De nouvelles analyses financières, et non seulement légales, des pactes d'actionnaires devraient permettre d'approfondir notre compréhension de cet outil essentiel de la gouvernance des entreprises cotées et surtout non cotées. ■

1. «An Analysis of Shareholder Agreements», par Gilles Chemla, Michel Habib et Alexander Ljungqvist, Journal of the European Economic Association, volume 5, numéro 1, 93-121.