

Un panorama des pactes d'actionnaires au sein des sociétés françaises cotées

Par François Belot, Docteur en Sciences de Gestion, Université Paris-Dauphine

Des sociétés aussi emblématiques de la cote française que Accor, L'Oréal, Legrand, Pernod-Ricard ou Thalès ont pour point commun un pacte liant leurs plus puissants actionnaires. 8% des entreprises européennes cotées en bourse, selon une étude réalisée pour la commission européenne¹, seraient concernées par ces pactes sur lesquels la presse économique et financière attire régulièrement l'attention. Prenons en pour preuve, dans l'actualité récente, la large couverture médiatique qu'ont reçu L'Oréal (quel avenir pour la société une fois le pacte Bettencourt-Nestlé expiré ?) ou Hermès (la signature d'un pacte créant un rempart aux assauts de LVMH a un temps été envisagée par les actionnaires familiaux). Dans une étude empirique portant sur un échantillon de 400 entreprises ayant appartenu à l'indice SBF 250 sur la période 2000-2008, nous dressons un panorama des pactes au sein des sociétés françaises cotées et analysons leur impact financier.

Le premier résultat est relatif à la prévalence des pactes d'actionnaires. De tels accords sont en vigueur dans 26,6% des sociétés ; ce chiffre s'établit à 24,4% si on exclut les accords paraphés par les membres d'un même groupe familial (pacte Wendel par exemple). Le pacte matérialise généralement l'existence d'une coalition de contrôle puisque la détention agrégée des signataires est en moyenne de 59,5% des droits de vote, celle du premier signataire s'établissant à 37,6%. Le nombre moyen de signataires est de 2.67 ; dans 52,5% des cas les parties au contrat sont du même type (par exemple deux familles). La volonté d'éviter les problèmes de coordination inhérents au processus de décision dans les coalitions de trop grande taille et/ou regroupant des actionnaires aux motivations éloignées pourrait expliquer ces spécificités.

76% des pactes contiennent une clause financière. Les dispositions les plus fréquentes sont le droit de préemption, le droit de sortie conjointe (possibilité de se désengager dans des conditions similaires à celles obtenues par le partenaire) et les restrictions de transferts de titres. Dans 90% des cas, l'accord comporte au moins une clause relative à la gestion de la firme et à la mise en œuvre d'une gouvernance d'entreprise. A titre illustratif, les signataires du pacte L'Oréal se sont engagés à voter en faveur de la nomination au conseil d'administration de trois membres désignés par l'autre partie ; le pacte Natixis prévoit que quatre administrateurs indépendants siègeront au conseil de surveillance.

Alors que l'opinion publique retient la volonté de protection contre les offres publiques non sollicitées, il apparaît que 24% des contrats impliquent un signataire qui détient plus de la moitié des droits de vote et qui, par conséquent, ne devrait guère ressentir le besoin de former une coalition d'actionnaires à visée protectrice. En outre, le caractère défensif des pactes doit être relativisé puisque seulement 12% des contrats font explicitement référence à la conduite qu'adopteront les signataires en cas d'entrée non désirée d'un tiers au capital. Une simple statistique s'avère d'ailleurs éloquente : 24,8% des firmes françaises cotées ayant fait l'objet d'un changement de contrôle en France sur la période 1999-2008 étaient concernées par un pacte d'actionnaires. Autrement dit, les pactes sont aussi fréquemment rencontrés dans les sociétés cibles que dans les sociétés n'ayant pas

¹ ISS, Shearman & Sterling et ECGI, 2007, "Report on the Proportionality Principle in the European Union".

fait l'objet d'une acquisition. Une analyse plus poussée démontre que la probabilité d'un transfert de propriété n'est pas inférieure lorsque certains actionnaires sont signataires d'un pacte.

D'autres motivations peuvent également être évoquées. Les dispositions financières peuvent réduire l'asymétrie d'information et le risque d'opportunisme des parties prenantes, sécurisant ainsi les investissements de l'entreprise. Certaines clauses, en particulier l'inaliénabilité des titres, envoient au marché un signal crédible de l'implication à long-terme des actionnaires de référence. Les dispositions relatives à la gestion peuvent quant à elles être analysées comme des outils de coordination et de redistribution des pouvoirs qui améliorent la gouvernance de l'entreprise.

L'étude démontre d'ailleurs que les sociétés concernées par un accord d'actionnaires sont plus valorisées et que l'entrée en vigueur d'un pacte entraîne une réaction faiblement positive du marché, validant ainsi l'effet vertueux de ce mécanisme contractuel. Ces résultats remettent donc en question la perception souvent négative des pactes d'actionnaires et la suspicion dont font preuve certains investisseurs à leur égard.