

***Stock options et gestion du groupe des actionnaires dominants :
vers un effet de levier de contrôle ?***

JEL : G3/G32/D74

Keywords : Structure de contrôle, stock options, incitation des salariés, asymétrie d'information, alliance, collusion, actionnariat.

H. de La Bruslerie

Professeur à l'Université Paris I Sorbonne

PRISM Sorbonne

15/10/04

Stock options et gestion du groupe des actionnaires dominants : vers un effet de levier de contrôle ?

Introduction

Les exemples récents des tentatives de prises de contrôle de la Société Générale, de Gucci ou de Bouygues ont souligné l'importance politique du groupe des actionnaires salariés qui se sont alors rangés au côté du management ou au côté du groupe de contrôle familial pour lutter contre une tentative de prise de contrôle. Dans le premier cas, les 7% du capital détenus par les salariés ont été cruciaux pour aider la direction en place à repousser l'OPA de la BNP. En 1999, l'OPA hostile de LVMH sur Gucci a donné lieu à la mise en place rapide d'un plan massif d'actionnariat salarié destiné à diluer la participation de LVMH. Les employés souscrivirent massivement aidés en cela par des prêts à taux d'intérêt nul de leur employeurs. La tentative de prise de contrôle échoua. Dans le cas de Bouygues, menacé en 1999 par une tentative de Bolloré, les 6,5% d'actions détenus par les salariés ont pu interdire toute velléité d'OPA hostile alors que le groupe de contrôle mené par la famille Bouygues et 3 autres actionnaires de référence ne détenait que 29% du capital. Trebucq (2002) fait d'ailleurs remarquer que ce maintien du contrôle par la famille avec l'aide des salariés s'est produit alors même que la tendance de fond était à une dilution croissante de la part du capital détenue stricto sensu par le groupe familial puisque celle-ci était passée de 25 à 17% du capital au cours de la période 1990-1998.

L'idée que l'actionnariat salarié peut devenir un outil dans l'optimisation du pouvoir contrôlant en participant à son enracinement a été souvent mentionnée. En renforçant le pouvoir ou les liens entre partenaires financiers, l'actionnariat des salariés est un outil de contrôle aux mains de la direction. Cet aspect de l'actionnariat salarié comme outil défensif du contrôle a été empiriquement étudié aux USA (Dhillon et Ramirez, 1994, ou Park et Song, 1995) ou en France (Desbrières, 1997 ou Trebucq, 2002). En France, une enquête de la Cob (1999) rapporte que près de la moitié des dirigeants interrogés admettent avoir recours à l'actionnariat salarié pour permettre d'échapper à la discipline de prises de contrôle hostile. Cependant l'analyse faite privilégie les relations entre deux parties prenantes : les salariés et les dirigeants. L'optique est souvent réductrice : il s'agit de l'enracinement des dirigeants face

aux actionnaires (Desbrières, 1997). Il convient d'intégrer dans le schéma les actionnaires ou plus précisément le groupe actionnarial de contrôle qui souvent dans les grandes entreprises inclut les hauts dirigeants et dans les PME s'articule autour de liens familiaux.

Le rôle stratégique des parts d'actions détenues par les salariés est important dans un contexte du capitalisme français. Le pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés dans les entreprises de l'indice SBF 250 est estimé à 4,7% pour les entreprises non familiales et à 2,9% pour celles qui sont dominées par un groupe familial ¹. Ces chiffres absolus peuvent paraître a priori faibles. Ils cachent une véritable architecture de détention au sein de groupe de contrôle. Cette notion est devenue singulièrement importante depuis les travaux de La Porta et al. aux Etats Unis à partir de la fin des années 1990.

Le levier de pouvoir lié à l'actionnariat salarié a été mise en évidence par Trebucq (2002) en France. Le tableau 1 montre que le poids relatif du 1^{er} actionnaire est nettement moindre dans les entreprises qui ont développé un actionnariat salarié. La dernière colonnes montre que le rôle de « levier de contrôle » de l'actionnariat salarié n'est pas marginal si on compare le poids relatifs de l'actionnariat salarié qui représente dans les entreprises non familiales 35% du capital détenu par l'actionnaire principal.

	Pourcentage moyen de vote de l'actionnaire principal		Poids relatif actionnaires salarié/actionnaire principal
	E. sans actionnariat salarié	E. avec actionnariat salarié	
E. non familiale	40,97	15,82	0,359
E. familiale	46,09	33,33	0,097

Tableau 1 Pourcentage de détention de l'actionnaire principal (en %, source : Trebucq (2002), tableaux 8 et 9)

L'effet de levier de contrôle se définit par la possibilité pour le groupe de contrôle constitué des principaux actionnaires et des dirigeants de diminuer sa participation directe en capital en s'appuyant sur des parties prenantes de l'entreprises avec lesquelles une convergence

¹ Cf. Trebucq, 2002, art. cit.

d'intérêts financiers et stratégiques est possible. Les divers mécanismes d'incitation financière et la négociation réciproque de contrats financiers entrent clairement dans ce schéma que ceux-ci prennent la forme de stock options ou d'actionnariat salarié.

Ce dernier est une des catégories de mécanismes d'incitation financière qui implique une décision ferme initiale d'achat d'actions. Il s'insère dans des perspectives de long terme dans le cadre de plans d'entreprise ouverts a priori à tous. Un cadre institutionnel existe notamment en France où les PEE et le PPESV sont explicitement encouragés et bénéficient d'aides fiscales. La loi de Modernisation Sociale a d'ailleurs contribué à étendre les droits des actionnaires salariés en terme de représentation obligatoire au sein du conseil d'administration de l'entreprise dès lors que les salariés détiennent 3% au moins du capital.

Autant le rôle de levier de contrôle de l'actionnariat salarié a été identifié autant celui des contrats de stock options est mis question tout particulièrement en France. Ce type de contrat financier incitatif a été largement étudié dans la littérature, cependant il lui est associé l'image d'actifs financiers réservés aux principaux dirigeants de l'entreprise qui s'approprient une partie du bénéfice brut de l'entreprise en négociant les paramètres et conditions financières des options d'achats d'actions. Le problème de la concentration souvent présentée comme excessive des stocks options au profit des hauts dirigeants des entreprises a été souvent signalé en France par comparaison avec d'autres pays. Une étude de Crédit Suisse First Boston mentionne que, dans le secteur des entreprises de technologie, 33% des stocks options sont accordées aux dirigeants en Europe, alors que les dirigeants d'entreprises américaines comparables s'en voit attribuer que 15%². Le constat d'une concentration des stock options marquée en Europe et en France, se heurte à la pratique américaine d'une plus large diffusion à l'endroit des cadres supérieurs ou moyens des entreprises.

Ce constat ponctuel et partiel empêche l'analyse de stock options comme outil de levier de contrôle. L'objet de cette recherche est de montrer que les stock options peuvent se développer indépendamment d'une logique d'enracinement des seuls dirigeants et alors même qu'il est économiquement moins efficace de diffuser des options d'achat d'actions à l'encadrement moyen qu'aux hauts dirigeants de l'entreprise. Le mécanisme qui justifie cette diffusion est celui de la recherche d'un effet de levier du contrôle.

² Encore faut-il signaler que les entreprises technologiques sont traditionnellement celles où les stock options sont les plus diffusées au sein des entreprises. Source La Tribune du 13/06/02, Cahier Marchés, pIII

Ce papier est organisé comme suit : la première partie s'attachera à poser empiriquement le problème des stock options comme outil de contrôle au travers de leur diffusion large ou au contraire de leur concentration sur quelques bénéficiaires, la seconde partie présentera la littérature et la problématique de l'effet de levier du contrôle, la troisième partie analyse l'effet de levier de contrôle avec le seul groupe des dirigeants, la quatrième partie aborde l'effet de levier de contrôle en distinguant les dirigeants et les cadres comme bénéficiaires de stock options . Une conclusion reprendra les principaux résultats.

1-Les SO comme outil de contrôle

L'ampleur du rôle potentiel de levier de contrôle lié aux stock options est au moins aussi important que ce qui a été identifié empiriquement dans le poids de l'actionnariat salarié. L'étude du secteur des sociétés de haute technologie précitée met en évidence que les stock options en circulation représentent en moyenne 15% des actions en circulation pour les sociétés technologiques européennes et 7% des actions des sociétés cotées non technologiques. Ces pourcentages sont bien supérieurs au poids des actions détenues dans le cadre de l'actionnariat salarié³.

Aux USA, la pratique d'une plus large diffusion des stock options au sein des entreprises est bien ancrée et les sommes en cause considérables. L'attribution généralisée des SO au sein de l'entreprise non seulement au management supérieur, mais aussi aux cadres et aux employés, est telle que Hall et Murphy (2003) évoquent l'idée que trop d'options sont accordées en particulier aux employés et aux cadres d'une manière économiquement peu efficace en ignorant leur coût réel⁴. Parmi les sociétés appartenant à l'indice SP500, la valeur totale des SO accordées au personnel représente 141 Mds de USD en 2002⁵. La part accordée au dirigeant principal est de 4,2% du total, celle accordée aux autres 5 principaux dirigeants de l'entreprise représente 5,3%. Cela signifie que 90,5% des SO émises aux USA bénéficient aux cadres et aux employés de l'entreprise. Encore Hall et Murphy font-ils remarquer que cette part est elle-même en augmentation, passant de 85% du total dans le courant des années 1990 à plus de

³ Source : La Tribune, 13/06/02

⁴ Voir réf. cit., p2

⁵ Après avoir atteint un encours total record de 238 Mds USD en 2000 lié à la bulle technologique

90% en 2002. La diffusion large des SO dans l'entreprise est soulignée au USA par le nombre de salariés qui détiennent des options : celui-ci est passé de 1 million en 1992 à un chiffre estimé entre 7 et 10 millions de personnes en 2000⁶.

Aux USA, les sommes en cause sous forme de capitaux propres potentiels découlant de l'exercice de SO, sont considérables. Elles font des détenteurs de SO un acteur à la fois réel et potentiel important dans la structure du capital. Le tableau 2 met en évidence le montant de SO émises annuellement par les entreprises de l'indice SP500, par les entreprises SP Mid-cap400 et celles de l'indice SP small-cap600 exprimé en pourcentage du capital en circulation. Ces pourcentages varient fortement selon que l'entreprise appartient aux secteurs à forte technologie de la « nouvelle économie » ou aux autres. Même en prenant une firme appartenant aux secteurs traditionnels de l'économie qui émet des SO chaque année pour 2,3% de son capital, un calcul simple sur 10 ans donne 23% du capital potentiellement détenus par les dirigeants et son personnel. De tels niveaux de détention sont significatifs dans la structure de contrôle et dans l'évolution potentielle de la géographie du capital.

Année	Stock options accordées annuellement en pourcentage des actions existantes			
	« Vieille économie »	« Nouvelle économie »	Finance	« Utilities »
1993	1,8	4,2	1,7	0,9
1994	1,8	4,2	1,9	0,9
1995	1,9	4,3	1,8	0,9
1996	2,1	5,2	2,0	1,0
1997	2,3	6,4	2,3	0,9
1998	2,7	7,1	2,5	1,2
1999	2,8	6,6	2,2	1,5
2000	2,9	7,4	2,4	1,5
2001	2,6	6,4	2,5	1,4
Moyenne	2,32	5,76	2,14	1,13

Tableau 2 – Flux annuels bruts d'émissions de SO aux USA

(en %, source Hall et Murphy, tableau 1, p6)

Les plans de SO ne doivent pas s'appréhender ponctuellement et isolément comme quelques fractions de pourcent de capital accordées aux cadres. La continuité des chiffres du tableau 2 montre qu'il s'agit de plans qui s'inscrivent dans des perspectives de long terme et qui sont renouvelés chaque année. Leur ampleur fluctue bien évidemment en fonction des projections

⁶ Estimation du National Center on Employee Ownership (NCEO) rapporté par Hall et Murphy, p7

de bénéfiques de l'entreprise et de la conjoncture boursière, cependant le caractère continu et cumulatifs des stock options doit être reconnu. Une étude plus fine de l'empilement de contrats de SO accordés à des dates différentes et à des conditions différentes mériterait d'être faite.

Le constat précédent entraîne deux conséquences importantes :

- Avec le passage du temps, les plans de SO arrivés au terme de leur échéance se transforment effectivement en actions après exercice (si du moins le détenteur y a intérêt). On ne peut considérer les SO comme uniquement des actions potentielles, ceux qui sont exercés conduisent bien à des actions réelles. La question importante dès lors est celle de la conservation des actions par les salariés de l'entreprise. Ces derniers revendent-ils les actions sur le marché pour réaliser une plus-value ? Y a-t-il arbitrage ? La volonté de jouer un rôle dans le contrôle de l'entreprise n'a de sens que s'il y a conservation des titres.
- La seconde est que les plans de SO sur le long terme conduisent en majorité à des émissions d'actions nouvelles. L'alternative de rachat en bourse n'est ouverte par définition qu'aux entreprises cotées ayant un marché liquide. Elle ne concerne pas des autres entreprises, en particulier les PME. La question du choix entre exercice par émission d'actions nouvelles ou rachat doit être déconnecté de la décision ponctuelle, observée ou mise en avant une année donnée, de rachat. Les entreprises qui le font ont tendance à justifier les rachats d'actions en bourse souvent par la nécessité de faire face à leur engagement de fournir des SO. L'apparence de rachat peut dissimuler une volonté d'autocontrôle ou de soutien des cours boursier. En général, les émissions de SO sont décidées par les organes sociaux qui autorisent les directions à émettre des actions nouvelles. Ces dernières peuvent si elles le souhaitent aussi racheter sur le marché des actions. Sur le long terme, en raison du flottant limité une politique de rachat qui porterait sur 25% du capital en 10 ans n'a pas grand sens. Le « financement » de SO par rachat peut relever d'une décision ponctuelle judicieuse en cas de sous évaluation du cours de l'action, en attente de leur exercice. L'ampleur et la régularité des plans de SO émis par certaines entreprises, sont telles que le rachat systématique ne peut apparaître ex ante comme la solution. Tôt ou tard, les SO exercées conduiront plutôt à la création d'actions nouvelles. Pour les actionnaires, la conséquence est importante en terme de dilution. C'est dans cette perspective que nous

nous situons dans ce qui suit en considérant que sur le long terme en moyenne l'exercice des SO donne lieu à émission d'actions nouvelles et donc à un effet dilutif.

Les arguments précédents, fondés sur la réalité américaine, sont cependant limités par le fait qu'il conviendrait de considérer non pas le flux brut annuel d'émission de plans de SO, mais le flux net. On sait aux USA qu'il existe une pratique de renégociation des termes financiers des plans de SO lorsque notamment les prix des actions des entreprises baissent trop. Ce fut le cas après les années 2000-2001. La fixation en baisse de prix d'exercice se traduit souvent par l'annulation d'un plan de SO et son remplacement par un nouveau plan. Les développements précédents doivent aussi être resitués dans la mesure où ils concernent d'abord des firmes cotées. La renégociation est plus limitée dans les PME, mais même pour celles-ci, elle semble plus fréquente que pour leurs homologues françaises. De plus, en cas de sociétés non cotées l'exercice de SO conduit systématiquement à l'émission d'actions nouvelles et non à des rachat. L'effet dilutif est quasi-certain.

Enfin, le contexte culturel et comptable américain peut aussi expliquer la diffusion à la fois plus large à l'ensemble du personnel et plus massive en terme de part du capitaux propres qu'en France. On rappellera à ce niveau l'existence d'un débat aux USA sur l'appréhension comptable du coût des SO. Le reproche d'une comptabilisation systématiquement insuffisante des dépenses futures liées aux SO conduit à préserver les bénéfices courants affichés par l'entreprise et conduit les dirigeants en place à favoriser l'émission de plans de SO.

Il n'est pas facile d'expliquer la réalité observée qui est caractérisée par une diffusion jugée trop large et inefficace aux USA et trop concentrée en France. La piste que cette recherche veut explorer est celle d'un effet de levier de contrôle. L'analyse de l'actionnariat salarié en France met en évidence que les entreprises qui ont recours à ce type de contrat d'incitation financière des salariés sont caractérisées, toutes choses égales, par l'existence d'actionnaires de contrôle qui possèdent une part du capital plus faible. L'hypothèse implicite est donc que la part du capital détenue par les actionnaires salariées s'ajoute a priori à celle des actionnaires contrôlants.

Le même mécanisme s'appliquerait aussi aux SO dont la diffusion s'inscrit aussi dans une logique de gestion du groupe de contrôle. Se pose la question de la diffusion plus ou moins large de SO à des employés alors qu'il n'est pas forcément économiquement rationnel pour

les actionnaires de procéder ainsi à une dilution des capitaux propres. En effet, le plus souvent les options lors de l'exercice donnent lieu à création d'actions nouvelles. Dans la logique de l'incitation financière, on conçoit qu'il convient d'intéresser financièrement les personnes dont le comportement sera le plus directement générateur de gains nouveaux. La théorie de l'incitation fait référence à une fonction d'effort propre à chacun qui représente le bénéfice économique supplémentaire créé suite à l'incitation financière de l'agent en question. Traditionnellement la fonction d'effort des dirigeants est supposée plus productive que celle des cadres ou des employés de l'entreprise, notamment en raison de l'absence de lien direct que peut faire un cadre ou un employé dans l'entreprise entre l'effort supplémentaire qui est le sien et l'accroissement de bénéfice. L'étude de la dynamique de la diffusion de SO à des catégories d'employés de l'entreprise dont les efforts sont de moins en moins productifs constitue l'objet de cette recherche. Les limites de l'explication de la théorie économique de l'incitation trouve un relais si on intègre une logique d'optimisation politique du contrôle.

2- Revue de la littérature et problématique de la recherche

La tentative de croisement entre la logique économique de création de valeur et la logique politique du contrôle est récente. Elle a pour origine le courant « law and finance » apparu aux USA, marqué par les travaux fondamentaux de La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny(1998). Ces auteurs soulignent le rôle central du groupe des actionnaires contrôlants qui déplace le conflit d'agence principal de l'entreprise sur la relation entre les actionnaires dominants et les actionnaires extérieurs (« outside investors »). Le conflit d'agence traditionnel entre les dirigeants et une masse d'actionnaires supposés indifférenciés passe au second plan. La problématique économique privilégiée est celle double des bénéfices privés extraits par les contrôlants et de la protection des actionnaires extérieurs. La réponse apportée est juridique : le rôle de l'environnement institutionnel et juridique est primordial. Cette approche pose une relation de déterminisme exogène et univoque du droit vers la gouvernance financière. La logique de relations de nature politique du groupe de contrôle, la gestion interne de la relation d'agence par des mécanismes régulateurs de type contractuel n'est pas mise en évidence.

Or, si depuis Jensen et Meckling, la nature contractuelle de la firme vis à vis de différents groupes contribuant à la création de valeur est bien connu, il existe un nombre assez limité

d'études consacrées à la relation entre le contrôle de la firme et les contrats de travail des employés. Shleifer et Summers (1998) analysent les effets d'une OPA comme introduisant un changement dans le contrat implicite entre les dirigeants et les employés. Garvey et Gaston (1997) ont aussi souligné ce point. Cependant ces deux analyses posent a priori une hypothèse que les dirigeants en place ont intérêt à maintenir les contrats de travail des employés, et que les initiateurs de l'OPA ont un intérêt à les remettre en cause. D'autres études se situent en dehors du contexte d'OPA hostile. Certaines font référence au contexte allemand de cogestion (Gorton et Schmidt, 2000) ou japonais d'emploi à vie (Gilson et Roe, 1999) ou encore au cas d'entreprises détenus par les salariés (Hansmann, 1996).

La littérature sur la théorie de l'incitation s'est centrée sur la recherche d'un effort optimal des dirigeants et des salariés dans le cadre d'une logique économique de maximisation de la richesse des actionnaires. Les contrats liant de manière linéaire la rémunération des salariés et le profit de la firme ont été d'abord étudiés par Holmstrom et Milgrom (1987). La littérature est particulièrement développée dans ce domaine avec la prise en compte d'asymétrie d'information et d'aversion au risque. Par exemple, La Bruslerie et Deffains (2001) ont montré qu'il existait entre actionnaires et dirigeants des contrats de stock options (SO) optimaux au sens d'un équilibre incitatif en prenant compte à la fois l'incitation à créer un cash-flow supplémentaire et la possibilité d'une dilution voire d'une prédation en cas d'émission de plans de SO avec une décote, c'est à dire une prix d'exercice inférieur au cours de l'action. D'autres formes de contrats incitatifs ont été étudiés dans le cadre de l'actionnariat salariés. La modélisation de plans d'achat d'actions par les salariés a été analysée par exemple par Desbrières (1997). La Bruslerie et Deffains (2003) ont analysé l'élaboration de contrats incitatifs optimaux d'achats d'actions par les salariés. En présence d'asymétrie d'information entre actionnaires dominants et salariés, les termes du contrat portant sur la décote ou le nombre d'actions offertes sont fixés au mieux des intérêts de chacun et un ensemble de choix optimaux est mis en évidence. Heinrich (2000) développe la théorie de l'incitation des dirigeants dans le contexte du contrôle de l'entreprise par un groupe d'actionnaire. Il montre en situation d'asymétrie d'information sur la fonction d'effort des dirigeants que les coûts de surveillance conduisent à poser le problème du niveau de participation optimale du groupe de contrôle. Un lien avec la structure financière et la décision d'endettement est aussi posé. La problématique du contrôle, de l'extraction de bénéfices privés et de l'endettement comme éventuel instrument disciplinaire est abordé par La Bruslerie (2003). La voie de recherche découlant de la théorie de l'incitation se situe dans une logique claire d'optimisation

économique. L'existence d'un groupe d'actionnaires contrôlants est supposée donnée et durable. Les contrats incitatifs s'inscrivent donc dans une perspective de long terme et n'interfèrent pas avec une logique politique de gestion du groupe de contrôle.

Les travaux consacrés à la relation entre les contrats optimaux dans le cadre de la théorie de l'incitation et la gestion « politique » du contrôle de l'entreprise sont rares. Pagano et Volpin (2002) ont analysé le rôle des salariés dans la gestion du groupe de contrôle en se situant dans un contexte hostile d'un risque d'OPA. Leur modèle fait référence à la théorie de l'incitation en distinguant la possibilité d'établir des contrats d'embauche à long terme protecteur des salariés ou encore d'accorder des plans d'achat d'actions (ESOPs, Employee Stock Ownership plans). Leur modèle reconnaît aussi l'existence de bénéficiaires privés de contrôle. Ces auteurs introduisent la notion de « white squire » (écuyer blanc), c'est à dire que les salariés deviennent alliés des actionnaires et des dirigeants dans la défense de l'entreprise. Ils montrent que l'accord d'ESOPs à des fins défensives diminue la valeur de la firme pour ses actionnaires (corollaire 5, p.20). Leur apport reconnaît une asymétrie d'information et se situe uniquement dans un contexte anti-OPA. Le modèle mis en œuvre ignore explicitement les effets incitatifs bénéfiques de contrats accordés aux salariés (p.17)

La présente recherche se situe dans le cadre normal de la vie de l'entreprise en reconnaissant l'importance des contrats incitatifs dans la création de valeur. La stimulation de l'effort des dirigeants, des cadres et des salariés est un des objectifs économiques courants de l'entreprise en dehors d'une fonction purement politique de défense contre un risque d'OPA à court terme. On se situera en dehors de ce contexte qui conduit à privilégier une logique essentiellement politique de blocage. En revanche il s'agira de reconnaître la légitimité économique de la gestion interne du groupe de contrôle avec la substitution « politique » des actionnaires contrôlants par les dirigeants et les cadres.

La problématique économique de la diffusion de plans de SO dans l'entreprise est donc celle du niveau optimal de diffusion en fonction du profil des fonctions d'effort des différents acteurs : dirigeants, cadres et employés. Dans ce contexte purement économique, on essaiera de mettre en évidence l'existence d'un seuil optimal où malgré des fonctions d'effort moins productives, il demeure judicieux d'accorder des plans de SO en faisant un calcul entre les avantages en terme de gains de cash-flow et des inconvénients (dilution).

La recherche d'un effet de levier de contrôle par substitution est simple : les actionnaires visent une moindre concentration de leur richesse et un maintien du pouvoir de contrôle par une collusion en intégrant de nouveaux partenaires dans le groupe de contrôle. D'un point de vue financier de leur investissement, il s'ensuit un gain de diversification. Les sommes ainsi libérée de la détention d'actions de la firme peuvent s'investir sur le marché. Leur participation minorée se trouve valorisée à un taux plus faible moins pénalisé par une prime de risque spécifique. La démarche politique de gestion interne du groupe de contrôle répond donc à une motivation économique de la part des actionnaires contrôlants. Cette motivation est permanente, elle est réelle sans même qu'il soit fait mention de la manifestation ponctuelle d'un risque d'OPA puisque on se situe dans une situation de contrôle initiale supposée bien installée.

Les cadres bénéficiaires de SO, comme les actionnaires salariés, sont alliés au groupe de contrôle. Dans ces conditions, il devient efficace pour le groupe de contrôle de recourir à l'incitation financière des cadres et des salariés, soit sous forme de plans directs d'achat d'actions par les salariés (actionnariat salarial), soit sous forme de plans de SO. Les deux contrats financiers sont différents. En terme de flux financiers, le premier implique un décaissement initial correspondant à l'achat ferme d'actions, éventuellement avec une décote et une subvention fiscale. Pour leur part, les SO n'impliquent aucun cash-flow initial. Il s'agit de pures options d'achat. En terme de pouvoir de contrôle, la différence est aussi importante : les actions détenues par les salariés existent et ont tous les droits attachés à une détention (droit au dividende, droit de vote). Les plans de SO ne concernent que des actions potentielles qui seront émises en cas d'options à la fin du plan. Ces actions potentielles n'ont donc pas de droits réels actifs, en particulier de droits de vote⁷. Nous avons choisi de développer le modèle d'effet de levier du contrôle par référence au contrat de SO.

⁷ Une analyse juridique plus fine est possible à ce niveau. L'idée générale est que pour des raisons notamment fiscales, l'option n'est exerçable qu'à l'échéance du plan de SO, au terme d'une période qui est le plus souvent de 5 ans. Dans certains cas, les contrats de SO prévoient une possibilité d'exercice anticipé en cas de prise de contrôle ou en cas d'événement majeurs. Ce type de clause d'« accelerated vesting » existe aux USA dans le cadre notamment des plans de SO accordés aux dirigeants de l'entreprise. En terme d'efficacité dans une optique de conflit pour le contrôle d'une entreprise, une telle clause d'activation accéléré des options en cas d'événement majeurs concernant l'avenir de l'entreprise peut être un terrain de recherche juridico-financier intéressant. Reconnaître le droit d'un exercice anticipé conditionnel aux détenteurs de SO se situerait dans le prolongement de la garantie de cours qui donne une option de sortie aux actionnaires minoritaires. L'exercice anticipé reviendrait en fait à offrir la même protection aux actionnaires minoritaires potentiels que sont les détenteurs de SO. Il y aurait ici continuité d'analyse juridique. D'un point de vue fiscal, sans doute n'est-ce pas la même chose.

Cependant la logique de substitution entre actionnaires et cadres au sein du groupe de contrôle est la même quel que soit le contrat incitatif privilégié. Elle découle de l'hypothèse d'incitation poussée à son extrême. La remise de SO ou l'accès à des plans d'actionnariat salarié modifie le comportement des cadres sous deux aspects : le premier est de les inciter à faire des efforts pour améliorer la productivité et la rentabilité de l'entreprise. Le second est de les faire adhérer aux préoccupations du groupe de contrôle en les transformant en actionnaires réels ou potentiels. Cette conjonction d'intérêt avec les actionnaires fait qu'ils peuvent se substituer à eux en fonction des actions dont ils ont le contrôle. L'originalité du modèle développé ci-après est de croiser la logique d'incitation à faire des efforts productifs et la logique de gestion du bloc de contrôle à l'aide d'un effet de substitution qui crée au bénéfice des actionnaires de contrôle un effet de levier : ceux-ci peuvent alors investir moins et contrôler tout autant l'entreprise.

-Modèle

Le modèle utilisé fait référence à une entreprise stylisée et à une seule période. On distingue parmi les employés de l'entreprise deux parties prenantes : les dirigeants (t : top managers) et les cadres (m : middle management). Ces deux groupes sont formés d'individus homogènes ayant la même fonction d'effort individuelle au sein du groupe.

On pose :

X_0 : bénéfice économique perpétuel de l'entreprise

r : taux d'actualisation ajusté au risque supposé constant

W_t, W_m : richesse des dirigeants et des cadres intermédiaires

N : nombre d'actions de l'entreprise

k_t, k_m : nombre d'actions nouvelles créées pour les dirigeants et pour les cadres en pourcentage du nombre d'actions existantes

e_t, e_m : fonction d'effort individuelle d'un dirigeant et d'un cadre ;

n_t, n_m : nombre de dirigeants et de cadres

α : part du capital détenu par l'actionnaire contrôlant

On se situe en asymétrie d'information : les actionnaires du groupe de contrôle ne connaissent pas exactement la fonction d'effort individuelle des dirigeants, ni celle des cadres.

Les fonctions d'efforts dépendent de l'équivalent certain de leur richesse pour les dirigeants t et les cadres m . Leur richesse est déterministe puisqu'ils connaissent parfaitement leur calcul d'effort. Ils déterminent leur comportement en étant neutres par rapport au risque. On a donc :

$$e_{t,m}(\cdot) = e[U(W)] \equiv e(W) \quad (1)$$

L'aversion au risque des actionnaires est prise en compte car ils font face à une incertitude sur le gain issu de l'effort des dirigeants et des cadres. Leur fonction d'utilité de forme exponentielle :

$$U(W) = 1 - \exp(-\mu W)$$

Les fonctions d'effort individuelles sont quadratiques⁸ :

$$e_{t,m} = b_{t,m} \cdot W_{t,m} - a_{t,m} \cdot W_{t,m}^2 \quad (2)$$

Le gain issu de l'effort d'un dirigeant est supposé plus important, pour une incitation donnée, que celui occasionné par un cadre. L'incitation est plus productive pour un dirigeant que pour un cadre : $e_t > e_m$, ce qui se traduit par $b_t > b_m$ et $a_t < a_m$.

Les plans de SO sont accordés avec un prix d'exercice égal au cours actuel de l'action, c'est à dire : $X_0/N.r.$

3-Levier de contrôle avec dirigeants

1) Calcul de la richesse des dirigeants après l'accord de SO.

La richesse des dirigeants est :

⁸ Ce type de fonction d'effort individuel met en évidence un maximum qui signifie par exemple pour l'individu qu'à partir d'un certain moment il se produit des externalités négatives. Une fonction d'effort continûment croissante de dérivée continûment positive conduit à un comportement optimal des cadres et des dirigeants qui serait un effort maximal infini (même si la fonction d'effort est convergente à l'infini vers une valeur fixe).

$$W_t = k_t \cdot N \cdot \left[\frac{X_0 + n_t \cdot e_t}{(1 + k_t) \cdot N \cdot r} - \frac{X_0}{N \cdot r} \right] = k_t \left[\frac{n_t \cdot e_t - k_t \cdot X_0}{(1 + k_t) \cdot r} \right] \quad (3)$$

Les dirigeants maximisent leur richesse. Cela revient à optimiser leur effort individuel :

$$de_t/dW_t = b_t - a_t W_t = 0$$

D'où :

$$W_t^* = b_t/2a_t \quad (4)$$

Le gain d'effort des dirigeants individuels est obtenu en utilisant (2) et (4) :

$$e_t^* = b_t^2/4a_t^3 \quad (5)$$

L'équilibre optimal des dirigeants conduit à égaliser (3) et n_t fois la valeur de la richesse optimale individuelle décrite par (4) :

$$-k_t^2 X_0 + k \left[\frac{n_t \cdot b_t^2}{4a_t^3} - n_t \frac{b_t}{2a_t} r \right] - \frac{b_t}{2a_t} r = 0 \quad (6)$$

La condition (6) donne un taux d'ouverture du capital souhaité par les dirigeants, k^{opt} . Celui-ci dépend des valeurs de paramètres de la fonction d'effort. L'équation (6) peut n'avoir aucune solution admissible en k . Par la suite, on supposera qu'il existe une solution optimale en k admissible pour les dirigeants⁹.

Il existe une condition d'incitation des dirigeants (IC). Les dirigeants ne sont intéressés que s'il y a création de valeur dont ils profitent en partie. Les actionnaires ne sont tentés d'offrir un plan de SO que s'il existe ex ante une création de richesse supplémentaire. Cette condition de création de valeur est issue de l'expression entre crochet de (3) :

⁹ C'est à dire une valeur de k positive. La présence d'une racine admissible dépend des valeurs des paramètres a_t et b_t .

$$k < \frac{n_t e_t^*}{X_0} \quad (\text{IC1})$$

Celle-ci signifie que le pourcentage de capital offert par le plan de SO doit rester inférieur à la fraction représentée par le gain total de cash-flow suite à l'effort des dirigeants rapporté au bénéfice courant de l'entreprise.

2) Situation des actionnaires contrôlants

On suppose avant l'opération que le groupe de contrôle détient une fraction du capital α_0 qui correspond pour lui à une situation optimale de contrôle. Les actions distribuées aux dirigeants sont les $k.N$ actions nouvelles créées. On cherche à déterminer α^* la fraction future du capital à détenir par les actionnaires après le plan de SO. Après l'émission de SO, en considérant le groupe de contrôle constitué des actionnaires et des dirigeants, la fraction potentielle du capital détenue est : $(\alpha_0 + k)/(1 + k)$. On étudiera l'effet de deux logiques de contrôle opposées. La première est celle d'une absence de collusion « politique » des actionnaires et des cadres et dirigeants bénéficiaires de SO. On reste alors dans le conflit d'agence standard actionnaires-dirigeants. Le groupe de contrôle actionnarial refuse de modifier la part d'actions détenues et de partager le pouvoir de contrôle. La seconde logique est celle de la substitution d'une partie du capital détenu par le groupe actionnarial par les actions attribuées aux dirigeants et au cadre. Elle fait l'hypothèse d'une collusion politique. Les dirigeants incités deviennent membre du groupe de contrôle. Tels est le cas dans l'entreprise familiale où les dirigeants et les actionnaires appartiennent à la même famille.

Les actionnaires contrôlants actuels possèdent $\alpha.N$ actions. Ils anticipent des gains d'effort individuels des dirigeants e^* avec un bruit aléatoire ε , d'espérance nulle et d'écart type σ . La valeur anticipée est supposée sans biais : $E(\varepsilon)=0$.

$$\tilde{e}_t(.) = e_t^*(.) + \tilde{\varepsilon}$$

La richesse du groupe des actionnaires de contrôle après l'accord d'un plan de SO, est :

$$\tilde{W}_a = \frac{\alpha}{(1+k_t)} \cdot \frac{X_0 + n_t \tilde{e}_t}{r} \quad (7)$$

Leur gain après ouverture de SO est :

$$\tilde{G}_a = \frac{\alpha}{(1+k_t)} \cdot \frac{X_0 + n_t \tilde{e}_t}{r} - \alpha \cdot \frac{X}{r} = \alpha \left[\frac{n_t \tilde{e}_t - k_t X_0}{(1+k_t)r} \right] \quad (8)$$

Les actionnaires averse au risque raisonnent en équivalent certain du gain aléatoire. Celui-ci est :

$$EC = \alpha \frac{(n_t e_t^* - k_t X_0)}{(1+k_t)r} - \frac{1}{2} \mu \frac{\alpha^2 n_t^2}{(1+k_t)^2 r^2} \sigma^2 \quad (9)$$

La dérivée par rapport à α est de signe égal à :

$$\frac{dEC}{d\alpha} = (n_t e_t^* - k_t X_0) - \mu \frac{\alpha n_t^2 \cdot \sigma^2}{(1+k_t)r}$$

En annulant la formule précédente, la détention optimale pour les actionnaires contrôlants est :

$$\alpha^* = \frac{(n_t e_t^* - k_t X_0)}{\mu n_t^2 \sigma^2} (1+k_t)r \quad (10)$$

La dérivée de la détention optimale (10) par rapport à k permet de mettre en évidence une possible substitution de détention actionnaires-dirigeants :

$$\frac{d\alpha^*}{dk_t} = \text{sgn}[-2k_t X_0 + (n_t e_t^* - X_0)] \quad (11)$$

Le signe de (11) est indéterminé, cependant les ordres de grandeur de X_0 comparé à $n_t e_t^*$ font a priori envisager un signe négatif. On peut supposer a priori que les gains de cash flow sous

forme d'effort sont faibles par rapport au cash-flow économique de l'entreprise. La courbe des α^* en fonction de k est quadratique. L'équation (10) montre qu'elle possède deux racines dans le plan (k, α^*) . Une est négative ($k=-1$) et n'a pas de sens. L'autre racine est $k = (n_t e_t / X_0)$; elle détermine un point d'intersection positif sur l'axe des abscisses. La courbe des α^* passe par un maximum au point $k=(n_t e_t^* - X_0)/2X_0$. Pour des plans de SO dont les gains attendus sont faibles par rapport au bénéfice économique (c'est à dire pour $n_t e_t^* < X_0$), la relation est strictement décroissante. Il y a bien une logique économique de substitution optimale des actionnaires de contrôle par les dirigeants. La condition de création de valeur (IC) est satisfaite puisque l'ouverture est bornée par la racine $k=(n_t e_t / X_0)$. L'analyse est la suivante : plus les actionnaires ouvrent le capital plus ils encourent une dilution certaine du bénéfice économique et ils s'exposent au risque d'un revenu futur de l'entreprise incertain car ils perçoivent avec un aléa le gain futur issu de l'action des dirigeants. Ils sont alors conduits à réduire leur participation.

A partir de (10), pour $k=0$, on a : $\alpha^*=(e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$. Pour $\alpha=0$, $k = (n_t e_t / X_0)$. Dans cette dernière éventualité, les actionnaires d'origine disparaissent, leur aversion au risque n'a plus d'importance, ni le risque d'ailleurs. Les dirigeants détiennent une proportion d'actions par rapport à N égale à la proportion marginale du gain de cash-flow dont ils sont la cause par rapport au bénéfice économique de l'entreprise. On est ici dans le cas limite de l'incitation avec une richesse nette nulle.

Proposition1 : Pour $n_t e_t^* < X_0$, c'est à dire pour des perspectives de gains de cash-flow inférieures au bénéfice économique courant de la firme, la recherche de l'incitation optimale des dirigeants conduit à une logique de substitution entre la participation au capital du groupe des actionnaires de contrôle et la part du capital émise à destination des dirigeants.

On a mis en évidence une logique économique optimale de substitution entre actionnaires et dirigeants. Cette logique économique rencontre t-elle une logique politique de contrôle ?

A) Logique de préservation du contrôle actionnarial

Dans ce cas de figure, il est fait l'hypothèse que les actionnaires ne souhaitent envisager l'attribution de SO que si leur part relative du capital est maintenue au niveau de α_0 avant l'opération. La condition de préservation du contrôle actionnarial est :

$$\frac{\alpha^*}{(1+k)} \geq \alpha_0 \quad (C1)$$

$$\alpha \geq \alpha_0 + k.\alpha_0$$

Cette condition détermine une droite croissante dans le plan (α^*, k) . Or, la courbe des contrats de SO est décroissante (cf. figure 1).

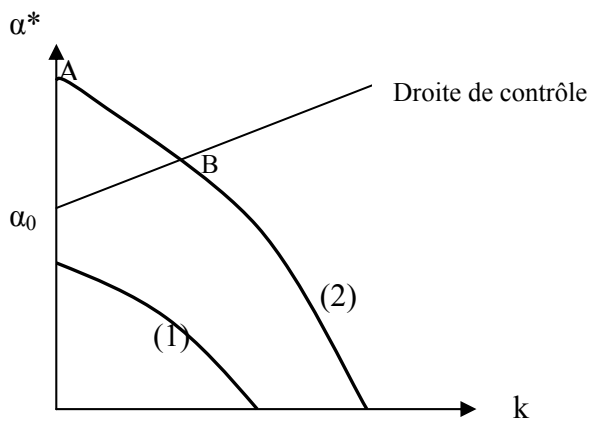


Figure 1- Préservation du contrôle des actionnaires

Distinguons deux cas de figure selon la position de α_0 par rapport au point d'intersection $\alpha^* = (e_i^* r / \mu n_i \sigma^2)$. Si $\alpha_0 > \alpha^*$, il n'y a pas de plans de SO optimal possible (courbe 1). Si à l'inverse $\alpha_0 < \alpha^*$, la courbe des SO coupe la droite de contrôle (courbe 2). Dans ce cas, il existe des plans admissibles au dessus de la droite de contrôle sur le segment AB de la courbe (2). Dans tous les cas de figure, ceux-ci se traduisent par une augmentation de la part relative du capital détenu par le groupe de contrôle¹⁰. Si la logique de préservation du contrôle actionnarial est strictement suivie par les actionnaires, on ne devrait voir apparaître que des plans de SO concomitamment avec une augmentation du taux de participation des actionnaires.

¹⁰ Ou à la limite par un maintien dans le cas d'une situation au point d'intersection entre la courbe des plans de SO et la droite de contrôle.

Cette situation est l'inverse d'un effet de levier de contrôle. L'attribution de SO conduit au contraire à augmenter la participation du groupe de contrôle ce qui présente des inconvénients en terme de diversification des risques. On en tire la conclusion qu'une logique politique de préservation de la part du capital détenue n'est pas rationnelle, dans le cadre de ce modèle. Elle expose le groupe de contrôle encore davantage à un risque de concentration et de sous-diversification. Il existe, certes des raisons économiques qui peuvent expliquer un renforcement ou un maintien du taux de contrôle par un groupe d'actionnaires : la volonté de préserver l'appropriation de la rente du contrôle, l'extraction de bénéfices privés, l'influence de l'endettement de l'entreprise, sont des éléments non pris en compte ici qui peuvent être évoqués (cf. La Bruslerie, 2003). Dans le cadre de notre modèle, l'hypothèse d'un contrôle fondé sur le maintien minimum d'un taux de participation des actionnaires apparaît disqualifiée. Cela conduit logiquement à retenir une logique alternative de maintien du contrôle en collusion avec les dirigeants et les cadres, propriétaires potentiel d'actions dans le cadre de plans de SO.

B) Logique de collusion avec les dirigeants

On se situe ici dans l'hypothèse d'une maintien du contrôle avec des dirigeants intéressés au capital et incités financièrement par un plan de SO. La condition de contrôle, sachant que par hypothèse une diminution de α ne doit pas entraîner une perte de contrôle global par rapport à leur détention initiale α_0 , est :

$$\frac{\alpha^* + k_t}{1 + k_t} \geq \alpha_0$$

Celle-ci s'exprime par une droite de pente négative définissant un demi-espace dans le plan (k, α) d'équation :

$$\alpha^* > \alpha_0 - k_t(1 - \alpha_0) \quad (C2)$$

La droite correspondant à un contrôle partagé coupe l'axe des abscisses au point $\alpha_0/(1-\alpha_0)$ et l'axe des ordonnées au point α_0 . On se donne une courbe (1) décroissante exprimant les plans de SO optimaux dans le plan (k, α^*) . Quatre cas de figure peuvent être distingués :

- a) si à la fois $\alpha_0 > (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$ et $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) > n_t e_t^* / X_0$, la droite de contrôle (a) est au dessus de (1).
- b) si à la fois $\alpha_0 < (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$ et $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) < n_t e_t^* / X_0$, la droite de contrôle (b) est toujours au dessous de (1). Toutes les solutions optimales d'incitation sont compatibles avec le maintien d'un contrôle conjoint. Le plan de SO permet à la fois l'incitation des dirigeants et le maintien d'un contrôle. L'incitation optimale des dirigeants est certaine pour la plage des valeur de k comprise entre 0 et la borne d'incitation $n_t e_t^* / X_0$. Sur la portion de courbe AB, le choix des termes d'ouverture du capital et de taux de participation se traduit par une hausse de la participation des actionnaires de contrôle par rapport au montant initial α_0 . En revanche, un choix sur la portion de courbe BC induit une diminution de la participation dans la firme.
- c) si à la fois $\alpha_0 < (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$ et $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) > n_t e_t^* / X_0$, la droite de contrôle (c) coupe la courbe des plans de SO. Le domaine des plans de SO incitatif est limité à la portion de courbe AD. Un choix sur la partie DC ne permet plus de satisfaire la condition de maintien d'un contrôle joint.
- d) si à la fois $\alpha_0 > (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$ et $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) < n_t e_t^* / X_0$, la droite de contrôle (d) coupe aussi la courbe des plans de SO. Seule la portion de choix EC est possible. Cette portion correspond partout à une pure substitution des actionnaires par les dirigeants.

On rappelle que le taux d'ouverture k^{opt} souhaité par les dirigeants est compris entre zéro et $n_t e_t^* / X_0$. Il y a convergence possible d'une logique économique d'incitation et d'une logique de levier du contrôle par effet de substitution que pour des solutions situées sur la portion de courbe BD (voire BD dans le cas (c) ou EC dans le cas (d)). C'est la condition pour un équilibre joint entre actionnaires et dirigeants. On montre ainsi l'existence conjointe possible d'une logique économique d'incitation et d'une logique politique d'effet de levier du contrôle par substitution des dirigeants aux actionnaires. En revanche, il n'y aura dans ce contexte pas de plans de SO accordé aux dirigeants si le taux d'ouverture du capital conduit à se situer sur la portion de courbe AB. Les dirigeants seraient alors conduits à augmenter leur participation α , ce qui est contraire à la recherche d'une substitution.

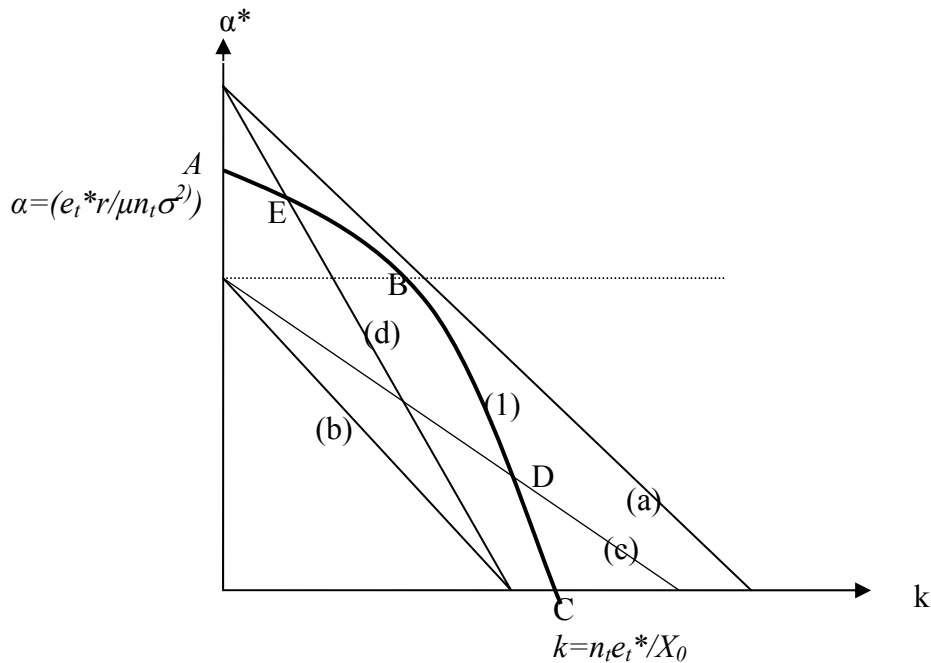


Figure 2 – Logique de substitution actionnaires-dirigeants

Il n'y a des choix admissibles et compatibles avec la condition de respect du contrôle que si $\alpha_0 < e_t r / \mu n_t \sigma^2$ ou si $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) < n_t e_t / X_0$. Ces conditions sont d'autant plus facilement réunies que α_0 est faible et e^* élevé. On remarque que plus le seuil minimal de contrôle α_0 est faible, plus les conditions pour faire apparaître des plans de SO efficaces et substitutifs pour les actionnaires sont faciles à remplir. De même, si les gains d'effort individuels e^* sont élevés, c'est à dire si la fonction d'effort est très productive. La satisfaction des 2 conditions favorise la mise en place d'équilibres conjoints. Cependant, à l'inverse du cas précédent de préservation du contrôle des actionnaires, le respect de la condition $\alpha_0 < (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$ n'est plus strictement nécessaire (cas de figure (d)).

La mise en évidence systématique d'un effet de substitution correspond au cas (d), c'est à dire $\alpha_0 > (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$ et $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) < n_t e_t^* / X_0$. On remarquera que ces deux conditions sont d'autant plus facilement satisfaites que n_t est élevé, c'est à dire que la diffusion de SO sur un nombre élevé de dirigeants efficaces est grande.

Proposition 2 La diffusion de plans de SO sur un nombre élevé de dirigeants efficaces conduit à mettre en place une logique économique de substitution des actionnaires par

l'actionnariat des dirigeants. Une diffusion large de SO aux dirigeants conduit à faire jouer dans le même sens une logique économique d'incitation optimale et une logique de contrôle partagé entre actionnaires et dirigeants.

C) Cas des firmes à fort potentiel d'incitation

Le cas de figure $n_t e_t > X_0$ doit être exploré afin de fournir une explication sur de possibles relations de complémentarité entre attribution de SO et augmentation de la participation des actionnaires dominants. Dans une telle éventualité la relation optimale entre α^* et k présente un maximum dans le premier quadrant du plan (k, α^*) .

Le cas de figure (a) montre que si aucune des conditions $\alpha_0 < e_t r / \mu n_t \sigma^2$ et $\alpha_0 / (1 - \alpha_0) < n_t e_t / X_0$ n'est satisfaite, une plage de choix incitatifs optimaux reste possible sur la portion de courbe AB de la figure 2. Dans l'éventualité d'une droite de contrôle (b), il apparaît clairement que dans un premier temps il n'y a pas une logique économique de substitution d'actionnariat ($d\alpha^*/dk < 0$), mais une logique économique de renforcement de la participation des actionnaires dominants ($d\alpha^*/dk > 0$).

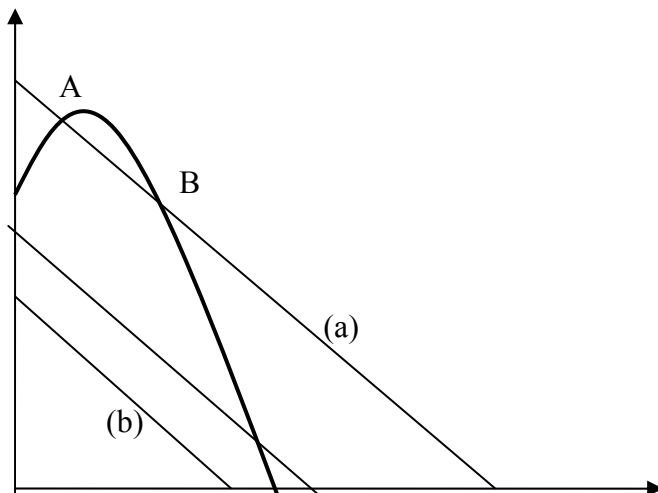


Figure 3 – Cas des firmes à fort potentiel d'incitation ($n_t e_t > X_0$)

Ce cas de figure est cohérent avec des gains extrêmement élevés de cash-flows dans des petites entreprises où les dirigeants ou les cadres sont potentiellement à l'origine de création

de valeur importante s'ils sont intéressés. C'est le cas des firmes de haute technologie. Alors les actionnaires de départ sont incités à émettre des plans de SO et à augmenter leur participation pour « suivre » et capturer une partie des gains escomptés.

4-Levier de contrôle avec dirigeants et cadres

1 – Cas général

La richesse des actionnaires compte tenu de la conclusion de 2 plans de SO avec les dirigeants (t) et les cadres (m) est :

$$W_a = \frac{\alpha}{(1+k_t+k_m)} \cdot \frac{X_0 + n_t \tilde{e}_t + n_m \tilde{e}_m}{r} \quad (12)$$

Le gain par rapport à la situation antérieure sans plan de SO est :

$$\tilde{G}_a = \alpha \left[\frac{n_t \tilde{e}_t + n_m \tilde{e}_m - (k_t + k_m) X_0}{(1+k_t+k_m)r} \right] \quad (13)$$

On retrouve une condition de création de valeur nécessaire pour l'incitation des dirigeants et des cadres.

$$[n_t e_t^* + n_m e_m^* - (k_t + k_m) X_0] > 0 \quad (IC2)$$

La satisfaction de la condition de création de valeur (IC1) au niveau des dirigeants permet d'envisager des plans de SO peu ou pas productifs au seul niveau des cadres tout en respectant globalement (IC2). Il est même possible d'avoir une situation telle que $(n_m e_m^* - k_m X_0) < 0$, qui conduit quand même à la satisfaction de la condition précédente (IC2). Des cadres intermédiaires faiblement stimulés ou faiblement productifs ou très nombreux, peuvent se voir attribuer une fraction relative de SO plus importantes que leur contribution de gains si globalement des managers peu nombreux ont une fonction d'effort extrêmement efficace et productive de gains de cash flow.

Pour les actionnaires, l'incertitude sur le gain d'effort individuel est supposée identique et parfaitement corrélée à l'égard des deux groupes de partenaires¹¹. Cette hypothèse permet de ne pas distinguer les bruit aléatoires ε et les écart type σ des gains d'effort selon les deux catégories de cadres.

L'équivalent certain des actionnaires contrôlants compte tenu de leur information incertaine, est :

$$EC = \alpha \frac{(n_t e_t^* + n_m e_m^* - (k_t + k_m) X_0)}{(1 + k_t + k_m)r} - \frac{1}{2} \mu \frac{\alpha^2 (n_t + n_m)^2}{(1 + k_t + k_m)^2 r^2} \sigma^2 \quad (14)$$

La dérivée par rapport à α est du signe de :

$$\frac{dEC}{d\alpha} = (n_t e_t^* + n_m e_m^* - (k_t + k_m) X) - \mu \frac{\alpha (n_t + n_m)^2 \cdot \sigma^2}{(1 + k_t + k_m)r} \quad (15)$$

En annulant la formule précédente, la participation optimale pour les actionnaires contrôlants est :

$$\alpha^* = \frac{(n_t e_t^* + n_m e_m^* - (k_t + k_m) X)}{\mu (n_t + n_m)^2 \sigma^2} (1 + k_t + k_m)r \quad (16)$$

La dérivée de α^* par rapport au pourcentage global de capital accordé $(k_t + k_m)$ est :

$$\frac{d\alpha^*}{d(k_t + k_m)} = \text{sgn}[-2(k_t + k_m)X + (n_t e_t^* + n_m e_m^* - X)] \quad (17)$$

Le signe de la relation devient négatif pour $(n_t e_t^* + n_m e_m^*) < X + 2(k_t + k_m)X$. Pour un gain de cash-flow total inférieur au bénéfice économique initial de l'entreprise, le signe de (17) est négatif. Cela souligne une relation économique de substitution entre α et $(k_t + k_m)$ la fraction totale du capital accordée aux cadres. La courbe des contrats optimaux de SO est décroissante dans le plan (k, α^*) Elle coupe l'axe des abscisses au point $(k_t + k_m)^* = (n_t e_t^* + n_m e_m^*) / X_0$. Ce

¹¹ Cette hypothèse est pessimiste. On pourrait imaginer une diminution du risque d'information si les erreurs d'estimation des fonctions d'effort des dirigeants et des cadres par les actionnaires n'étaient pas corrélées.

point d'intersection est situé plus à droite dans le plan par rapport au cas où l'attribution de SO était limitée aux seuls dirigeants si $e_m(\cdot) > 0$, c'est à dire si les efforts des cadres sont productifs.

Le point d'intersection sur l'axe des ordonnées est situé à

$$\alpha_{t+m}^{*0} = \frac{(n_t e_t^* + n_m e_m^*)r}{\mu(n_t + n_m)^2 \sigma^2} \quad (18)$$

Si on le compare au point d'intersection dans le cas de SO limitées aux dirigeants, $\alpha_t^{*0} = (e_t^* r / \mu n_t \sigma^2)$, on vérifie que le point α_{t+m}^{*0} est situé plus bas que α_t^{*0} .

En effet, en raison de l'hypothèse $e_t > e_m$, on a :

$$\frac{(n_t e_t^* + n_m e_m^*)r}{\mu(n_t + n_m)^2 \sigma^2} < \frac{(n_t e_t^* + n_m e_t^*)r}{\mu(n_t + n_m)^2 \sigma^2} = \frac{e_t^* r}{\mu(n_t + n_m) \sigma^2}$$

Pour n_m non nul, on a bien :

$$\frac{e_t^* r}{\mu(n_t + n_m) \sigma^2} < \frac{e_t^* r}{\mu n_t \sigma^2}$$

La courbe des plans de SO élargis à destination de l'ensemble des cadres et des dirigeants coupe toujours celle limitée aux seuls dirigeants.

Une logique économique de substitution des actionnaires par les cadres est toujours à l'œuvre en cas de plans de SO élargis aux cadres intermédiaires (sous réserve de la contrainte IC2). L'effet de substitution économique est toutefois moins marqué en cas de diffusion large de plans de SO. Les gains d'incitations sont marginalement plus faibles ($e_m < e_t$) alors que la dilution est certaine. De plus, les actionnaires s'exposent à un risque plus important d'estimation du cash-flow futur de la firme. Pour eux se cumulent les aléas sur les gains d'effort des dirigeants et des cadres. Il s'ensuit que la pente de la courbe (16) des plans de SO optimaux est plus faible dans le plan (k, α^*) .

Si on se situe dans le cadre d'une collusion des actionnaires avec les cadres au sein du groupe de contrôle, la contrainte de contrôle avec collusion s'exprime :

$$\alpha^* > \alpha_0 - (k_t + k_m) \cdot (1 - \alpha_0) \quad (C3)$$

La position de la droite dans le plan $(k_t + k_m, \alpha^*)$ est inchangée à la différence près que la borne maximal $\alpha_0 / (1 - \alpha_0)$ vient limiter le nombre d'actions offertes à la fois aux dirigeants et aux cadres.

La figure 4 met en évidence l'évolution vers une logique de substitution qui est à la fois économiquement incitative et qui respecte l'objectif de maintien du contrôle. La baisse de la partie haute de la courbe en dessous de la droite de contrôle est fonction directe de n_m , la diffusion d'actions aux cadres. Cette situation conduit à une logique systématique de substitution d'actionnariat dans la cadre de plans de SO. L'élargissement de la plage de choix admissibles illustrés par la portion de courbe AB qui remplace la portion de courbe CD, est permise de son côté à la fois par des gains d'effort positifs suite à l'incitation des cadres ($e_m > 0$) et par la diffusion à un nombre important n_m de cadres. On retrouve ici l'intérêt d'une diffusion de plans de SO à une partie plus large de l'encadrement. Economiquement efficace, les plans de SO élargis aux cadres permettent de mettre en œuvre plus facilement une logique politique de substitution d'actionnariat tout en maintenant le contrôle.

On rappelle en effet que l'incitation optimale des dirigeants et des cadres conduit à la résolution d'équations de demande de participation au capital semblable à (6). La solution $(k_t + k_m)^{opt}$ est plus élevée que la participation demandée par les seuls dirigeants k_t^{opt} . L'équilibre final se situe donc plus à gauche et se traduit par une plus forte diffusion du capital aux cadres et donc dans une logique de substitution à une baisse plus forte de la détention directe par le groupe d'actionnaires

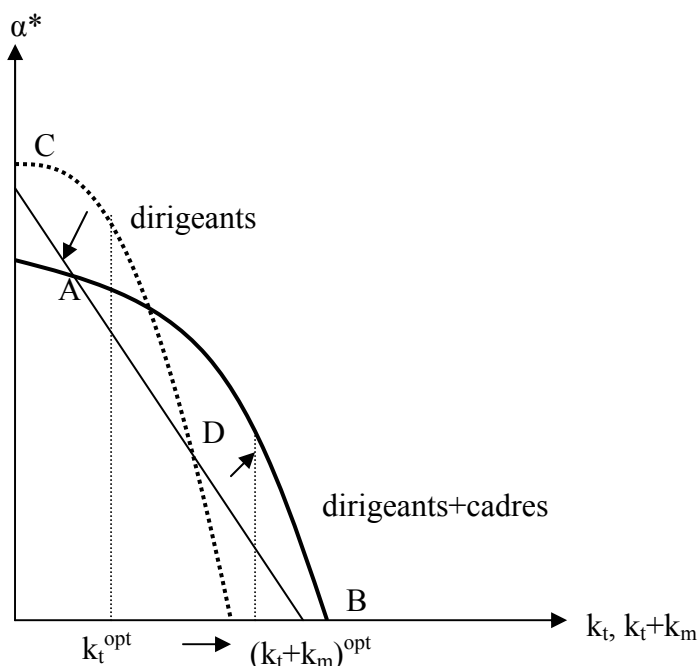


Figure 4 – Equilibre de substitution avec SO aux dirigeants et SO ouverts aux dirigeants et cadres

Proposition 3 La conjonction d'un équilibre économique d'incitation optimale des agents efficaces est possible avec la mise en place d'une logique de substitution d'actionnariat même avec des catégories de bénéficiaires dont l'effort est plus faiblement productif.

2-Cas d'absence d'efficacité de l'effort des cadres.

Y a-t-il une logique économique à une diffusion large de plans de SO même en cas de gains de cash-flow nuls de la part des bénéficiaires ?

Les actionnaires savent qu'en moyenne les efforts des cadres ne sont pas productifs : $E[e_m(\cdot)] = 0$. Certains cadres sont capables d'effort dans avec une réelle incitation, mais d'autres non, la moyenne étant nulle. L'incertitude individuelle demeure donc avec un écart-type σ . Les actionnaires lorsqu'ils élargissent les plans de SO aux cadres intermédiaires sont dans une situation où leur espérance marginale de gain est nulle, alors qu'ils se soumettent à la fois à un aléa et à une certitude de dilution. Les résultats précédents sont remis en cause. Dans ce cas, il est économiquement moins rationnel de mettre en place un plan élargi de SO. La courbe des plans d'incitation élargie se déplace en totalité vers le bas. Le point

d'intersection avec l'axe des abscisses reste le même que celui en cas de plan de SO restreint aux dirigeants : $n_t e_t^*/X_0$ (point C, figure 5).

Par (18), le point d'intersection avec l'axe des ordonnées diminue rapidement. Il est fonction inverse du carré de n_m . Plus la diffusion de plans à des agents économiques inefficaces est importante, plus il est difficile de justifier économiquement une diffusion à un grand nombre de salariés cadres. Dans tous les cas de figure, l'effet de substitution est plus faible. La diffusion élargie entraîne une dilution générale de la richesse créée qui est fonction du taux d'ouverture du capital k_m dont profitent alors les cadres. La diffusion élargie à des agents inefficaces crée un effet d'aubaine pour ceux-ci qui accaparent une partie du gain économique généré par les dirigeants. L'optimalité économique de tels plans de SO diminue pour les actionnaires. Si n_m (et donc k_m) est trop important, la diffusion est trop large et la courbe repasse en dessous de la droite de contrôle. C'est le cas en particulier si, en plus, $(n_t e_t^*/X_0) < (\alpha_0/(1-\alpha_0))$ (cf. figure 5). Il n'y a alors pas de plans de SO élargi acceptable : en cas de diffusion trop large, la courbe des plans de SO passe totalement en dessous de la droite du contrôle.

Si à l'inverse $n_t e_t^*/X_0 > (\alpha_0/(1-\alpha_0))$, le point d'intersection avec l'axe des abscisses est plus à gauche de celui de la droite de contrôle minimum. La courbe des plans de SO efficaces coupe la droite de contrôle en un point situé plus à gauche. Il reste justifié à la fois économiquement et en terme de contrôle de mettre en œuvre des plans de SO élargis alors même que l'objectif d'incitation n'est pas recherché pour une sous-catégorie de bénéficiaires dans l'entreprise. La condition nécessaire est que l'autre partie des bénéficiaires soit convenablement stimulée et génèrent à eux seuls des gains de cash-flow individuels e_t^* importants.

La recherche d'une logique de substitution est permise par la baisse de la courbe des plans de SO optimale qui peut ainsi se situer en dessous de la détention initiale α_0 . La figure 5 montre, pour une demande donnée de la part des dirigeants, que l'abaissement de la courbe des plans permet d'enclencher plus facilement une logique de substitution dans le groupe de contrôle. Le point optimal A avant élargissement de la diffusion de SO aux cadres impliquait une augmentation de la participation des actionnaires qui est par définition exclue. La nouvelle courbe conduit à se situer dans la zone des choix compatibles avec une double logique d'optimisation économique de l'incitation et d'optimisation du contrôle. Le point solution B

est bien en dessous de la droite d'ordonnées α_0 . Il correspond bien à une diminution du contrôle.

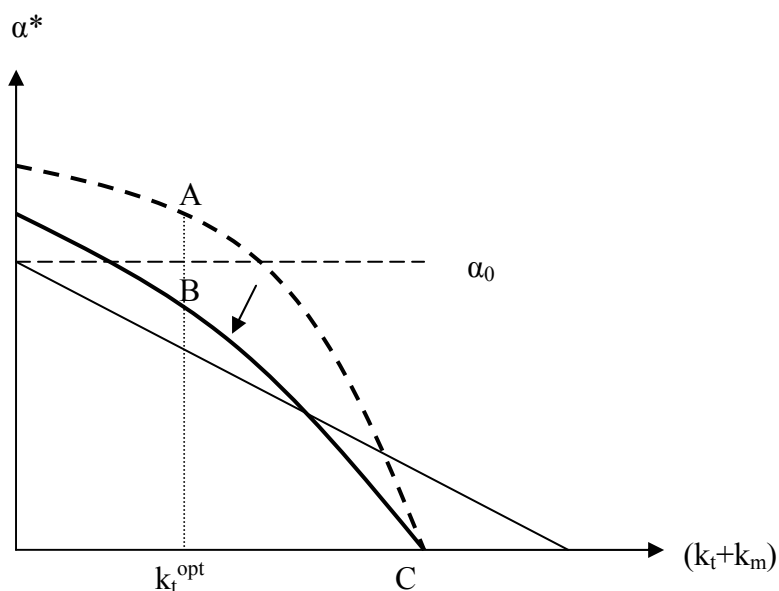


Figure 5 – Cas de non efficacité d'effort des cadres

Une logique de mise en place de levier de contrôle en impliquant des catégories plus large de cadres peut expliquer les plans de SO offert à l'encadrement alors même que certains bénéficiaires ne seront économiquement pas incités à créer davantage de bénéfice suite à l'opération. L'effet d'incitation est globalement plus faible Ce qui compte pour le groupe d'actionnaires de contrôle est que globalement il y ait suffisamment de dirigeant incités pour rendre économiquement viable la logique de substitution des actionnaires dans le groupe de contrôle. La condition de création de richesse à satisfaire est alors : $[n_t e_t^* - (k_t + k_m)X] > 0$. Dans ce cas de figure, la logique est davantage politique (la recherche d'une substitution) qu'économique.

Le problème posé par la mise en place d'une telle diffusion des SO est la répartition des actions proposées via les SO aux deux groupes d'agents. La logique d'une incitation optimale conduit à respecter pour chaque catégorie une attribution qui stimule au mieux ses efforts. La satisfaction d'une équation semblable à (6) permet de déterminer la part du capital optimale pour chacun. Ce principe respecte la rationalité économique d'une attribution en fonction de l'efficacité marginale de l'effort de chacun. Or, si $e_m = 0$, il est trivial de vérifier que la part du capital offerte aux cadres intermédiaires, k_m , doit être nulle (en prenant (6) appliquée à m avec

$b_m=0$). Ce qui signifie que la totalité des actions proposée dans le cadre de SO doit être réservée à ceux qui sont créateurs de richesse supplémentaires, c'est à dire les dirigeants. On est alors en situation de contradiction entre la logique économique optimale de stimulation des dirigeants qui conduit à exclure les cadres inefficaces de l'attribution de SO et la logique « politique » de recherche d'une substitution et d'un levier de contrôle. Si k_m n'est pas nul, les dirigeants ne sont pas dans la condition de production de l'effort optimal e_t^* et produisent un gain $e_t < e_t^*$. Le point C connaît une translation à gauche et conduit à situer la courbe d'incitation optimale en dessous de la droite de contrôle. Une valeur de k_m non nulle freine la double logique de substitution et de diffusion de SO.

Vers une logique de gestion politique de la substitution des actionnaires par les cadres et le personnel ?

En poussant plus loin, la logique politique de gestion du groupe de contrôle, on peut envisager à l'extrême la diffusion de SO à des agents de l'entreprise en sachant a priori qu'ils ne seront pas directement créateurs de cash-flow supplémentaire. On se situe alors dans une hypothèse de certitude d'absence d'incitation des cadres : $e_m(.)=0$. Les actionnaires savent que les cadres ou le personnel n'a aucune marge de productivité et que leurs efforts sont totalement improductifs¹². L'hypothèse d'incitation est ici binaire : elle est vraie pour les managers m et fausse pour les cadres intermédiaires. Il n'y a donc aucun risque σ en ce qui concerne cette seconde catégorie puisque les actionnaires, en ce qui les concerne, n'ont aucun doute¹³. Le seul risque pour les actionnaires concerne l'efficacité de la fonction d'effort des dirigeants. L'équivalent certain des actionnaires (14) se simplifie. On remarque en particulier que la prime de risque négative est plus faible :

$$EC = \alpha \frac{(n_t e_t^* - (k_t + k_m) X_0)}{(1 + k_t + k_m) r} - \frac{1}{2} \mu \frac{\alpha^2 (n_t)^2}{(1 + k_t + k_m)^2 r^2} \sigma^2 \quad (19)$$

$$\alpha^* = \frac{(n_t e_t^* - (k_t + k_m) X)}{\mu (n_t)^2 \sigma^2} (1 + k_t + k_m) r \quad (20)$$

¹² Cette hypothèse correspondrait au cas d'un encadrement pas forcément inefficace. On peut imaginer des cadres intermédiaires totalement fonctionnels et dont le travail contribue de manière binaire à l'efficacité globale de l'entreprise. Ils remplissent leur fonction, mais sans prise directe sur les flux opérationnels (ventes, coûts...).

¹³ Il s'agit ici d'une logique politique cynique.

Par (20), on vérifie qu'on se retrouve alors dans le cas précédent avec seule prise en considération des dirigeants (10). Pour les mêmes raisons que plus haut, seule la rémunération efficace des agents productifs est recevable d'où on devrait avoir $k_t=(k_t+k_m)^*$. Une éventuelle rémunération des cadres en leur accordant un accès au capital k_m serait à l'origine d'une rente indue qui empêcherait l'incitation optimale des dirigeants. Elle conduirait à déplacer la courbe d'incitation $\alpha(e_t)$ vers le bas dans le plan (k_t+k_m, α) car e_t serait inférieur à e_t^* . Les cadres intermédiaires ne devraient donc recevoir aucune SO. On a déjà vu que la seule gestion « politique » d'une diffusion élargie de SO au personnel de l'entreprise n'a pas de sens en l'absence d'une création de richesse de leur part.

Cependant cette contradiction entre diffusion élargie dans l'entreprise et incitation efficace peut être levée en remarquant que, dans la relation (20), le taux de détention optimal des actionnaires α^* , ne dépend pas du nombre de cadres intermédiaires bénéficiaires de SO. La valeur de n_m peut donc être très grande. On peut très bien imaginer alors une gestion politique de la substitution en accordant aux dirigeants une part du capital très proche de la celle qui conduit à leur incitation économique efficace et qui rémunère au mieux leurs efforts : $k_t^* \approx k_t^{opt}$. La part du capital accordée aux cadres intermédiaires étant très faible, voire négligeable : $k_m^* \approx 0$. En même temps, le nombre de bénéficiaires pourra être très élevé. Une gestion politique purement symbolique a un sens en posant n_m grand et k_m très petit. A la limite une diffusion généralisée de SO en très petite quantité unitaire a un sens.

Dis différemment, hormis l'hypothèse de gestion symbolique d'une politique de SO, l'effet de levier du contrôle n'a de sens que s'il s'appuie sur une logique réelle d'incitation et des efforts productifs efficaces des différentes catégories de personnel de l'entreprise. Une pure logique visant à fidéliser « politiquement » les cadres pour en faire des alliés dans le cadre du contrôle porte en elle des coûts économiques liés à une éventuelle rente accordée à des cadres dont les efforts productifs ne sont pas efficaces. Cette rente est payée par ceux qui acceptent une dilution sans cause, c'est à dire les anciens actionnaires et les cadres dont les efforts productifs sont efficaces.

Il existe une rationalité, pour le groupe de contrôle qui cherche à mettre en place un effet de levier de contrôle, à proposer des plans de SO élargis même à des cadres de niveau intermédiaire dont la fonction d'effort est faiblement productive. La logique politique d'une

diffusion généralisée de SO à l'ensemble du personnel ne pas relève exclusivement de la recherche d'une incitation économique. Elle peut s'inscrire aussi dans une gestion symbolique et purement politique du groupe de contrôle.

Proposition 4 La diffusion large de plans de SO à un grand nombre de cadres intermédiaires pour des montants individuels symboliques permet, même dans le cas où ceux-ci ne contribuent pas à générer un cash-flow supplémentaire, d'instaurer un effet de levier compatible avec une logique rationnel d'incitation d'un autre catégorie plus efficace de dirigeants. La logique politique de recherche d'un effet de levier de contrôle remplace alors totalement la logique de recherche d'une incitation.

Conclusion

La recherche d'un effet de levier de contrôle par la diffusion de SO s'articule sur une double logique économique et de substitution des actionnaires par les cadres dont l'incitation est efficace. La recherche de l'incitation par l'enrichissement conduit à une création de valeur. La substitution des dirigeants et des cadres dans le groupe de contrôle est mise en évidence par la relation négative liant pour les actionnaires, la détention optimale d'une part du capital et l'ouverture optimale du capital. En respectant une contrainte globale de maintien du contrôle du nouveau groupe d'actionnaires, une logiques de diffusion et de substitution d'actionnariat compatible avec une incitation économique a été mise en évidence dans les développement précédents.

La diffusion de SO à des catégories différentes de cadres dans l'entreprise apparaît s'inscrire aussi dans cette double logique d'incitation économique et de gestion du groupe de contrôle par substitution. Même lorsque les cadres intermédiaires sont faiblement efficaces, la recherche d'un effet de substitution constitue une motivation suffisante. La mise en marche d'un effet de levier de contrôle est possible dès lors qu'il y a une incitation globalement efficace de l'ensemble des bénéficiaires de SO qui créent une valeur supplémentaire pour les actionnaires. L'amélioration de leur situation nette a été mesurée en prenant en compte leur aversion au risque et une asymétrie d'information dans l'anticipation du gain d'effort. Le cas limite de l'attribution de SO à des cadres ou des employés de l'entreprise dont la fonction

d'effort est nulle se situ dans le prolongement des analyses précédentes en abandonnant l'hypothèse d'une incitation économique. La logique en ce qui les concerne est alors uniquement politique et obéit à une gestion symbolique de l'attribution de SO à un grand nombre d'agents mais représentant globalement une part négligeable du capital. Ce comportement purement politique doit néanmoins s'appuyer sur le préalable de l'existence de catégorie d'agents incités de manière efficace. Seul, le ressort économique de l'incitation permet la mise en oeuvre d'un levier de contrôle, c'est à dire une substitution des actionnaires par des cadres et des dirigeants globalement efficaces. Différentes propositions ont été formulées qui peuvent faire l'objet de tests empiriques.

Le modèle présenté pourrait être amélioré en intégrant l'éventuelle diminution du coût du capital utilisé par les actionnaires pour valoriser leur investissement. Ce gain de richesse est ici exogène. Il contribue à renforcer le mécanisme de levier de contrôle et renforce la logique de substitution d'actionnariat au sein du groupe de contrôle. Par ailleurs, le rôle des bénéfices privés est ignoré. Ils permettraient aussi d'expliquer une dilution apparente et un effet de levier de contrôle. La substitution par des dirigeants et cadres permet de maintenir globalement le contrôle et donc la rente du contrôle, tout en diminuant la participation directe. S'ouvre alors la question du maintien ou non des bénéfices privés en cas de substitution interne au sein du groupe des actionnaires de contrôle. Dans certains cas de figure, on peut imaginer que les anciens actionnaires conservent en totalité à leur profit la rente du contrôle. Dans d'autres cas de figure le mode d'extraction des bénéfices privés rend peu possible l'extraction de bénéfices privés et surtout leur maintien au profit des seuls actionnaires. Il faut alors partager le contrôle et la rente avec les nouveaux alliés que sont les dirigeants et les cadres détenteurs de SO et d'actions.

Bibliographie

- Barca F., Betch M., editors, *The control of corporate Europe*, Oxford university press, oxford, 2001
- Beatty A., *The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans*, *Journal of financial economics*, vol. 38, n°2, pp211-240, 1995
- Charreaux G., Desbrières P., *Gouvernance des entreprises: Valeur partenariale contre valeur actionnariale*, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°2, pp57-88, 1998
- Charreaux G., *Variation sur le thème: A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise*, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5, n°3, pp5-68, 2002
- Chaplinsky S., Niehaus G., *The role of ESOPs in takeover contests*, *Journal of Finance*, vol. 49, n°4, pp1451-1470, 1994
- Desbrières P. *La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise*, in G. Charreaux, éditeur, *Le gouvernement des entreprises*, Economica, paris, 1997, pp361-395
- Desbrières P. *Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement d'entreprise*, in G. Charreaux, éditeur, *Le gouvernement des entreprises*, Economica, paris, 1997, pp397-417
- Dhillon U., Ramirez G., *Employee ownership and corporate control :An empirical study*, *Journal of banking and finance*, vol 18, pp9-26, 1994
- Garvey G., Gaston N., *A theory of the optimal cost barrier to corporate takeovers*, *International economic review*, vol. 38, n°3, pp657-675, 1997
- Gilson R., Roe M., *Lifetime employment labour peace and the evolution of Japanese corporate governance*, *Columbia law review*, vol.99, n°5, pp508-540, 1999
- Gorton G., Schmid F., *Class struggle inside the firm: A study of German codetermination*, NBER working paper n°7945, october 2000
- Gordon L., Pound J., *ESOPs and corporate control*, *Journal of financial economics*, vol 27, n°2, pp525-555, 1990
- Hall B., Murphy K., *The trouble with stock options*, working paper 9784, NBER, june 2003
- Hansmann H., *The ownership of enterprise*, Harvard university press, Cambridge, USA, 1996
- Hellwig M., *On the economics and politics of corporate finance and corporate control*, chapitre 3 in *Corporate governance : Theoretical and empirical perspectives*, X. Vives éditeur, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 2000

Heinrich R., Complementarities in corporate governance, ownership concentration and pecuniary incentives, Kiel working paper n°968, Kiel institute of world economy, 2000

Holmstrom B., Milgrom P., Agregation and linearity in the provision of intertemporal incentives, *Econometrica*, vol.55, n°1, pp303-328, 1987

La Bruslerie H. (de), Contrôle, bénéfices privés et endettement, communication au 9ème Journées Internationales de l’AFFI, Lyon juin 2003

La Bruslerie H. (de), Deffains-Crapsky C., Stock options et équilibre incitatif dirigeants-actionnaires, chapitre 10 in *Finance d’entreprise*, H. de La Bruslerie, éditeur, Economica, Paris, pp269-302, 2001

La Bruslerie H. (de), Deffains-Crapsky C., Contrat optimal d’actionnariat salarié et asymétries d’information, *Revue Finance*, vol 24, décembre 2003, p113-142

Jensen M., Meckling W., Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, vol.3, pp305-360, 1986

Jensen M., Corporate control and the policy of finance, *Journal of applied corporate finance*, vol. 4, n°2, pp13-33, été 1991

Pagano M., Volpin P., The political economy of corporate governance, CSRF, working paper n°29, 2000

Pagano M., Volpin P., Managers, workers and corporate control, working paper European Corporate Governance series in Finance n°01/2002, October 2002

Park S., Song M., Employee stock ownership plans, firm performance and monitoring by outside blockholders, *Financial management*, vol. 24, n°4, pp52-65, 1995

Shleifer A., Summers L., Breach of trust in hostile takeovers, in *Corporate takeovers: Causes and consequences*, edité par A. Auerbach, pp33-56, University of Chicago press, Chicago, USA, 1998

Trebucq S., L’actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250:Un outil de création de valeur?, *Cahier de recherche n°2002-04*, IAE de Bordeaux, Université de Bordeaux IV, 2002