

**COMPAGNIE NATIONALE
DES EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC**

REVUE DE PRESSE 2014

CNEJFD



**EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC**

**COMPAGNIE NATIONALE
DES EXPERTS JUDICIAIRES
EN FINANCE ET DIAGNOSTIC**

- FINANCE**
- EVALUATION**
- DIAGNOSTIC**
- FISCALITE**

Revue de Presse 2014

Siège administratif :

10, rue du Débarcadère – 75852 PARIS CEDEX 17

Tél : 01 45 74 50 60 - Fax : 01 45 74 67 74

www.cnejfd.org

La Compagnie

La Compagnie Nationale des Experts Judiciaires en Finance et Diagnostic (CNEJFD) regroupe les experts inscrits sur les listes dressées par les juridictions françaises, qui sont spécialisés en assurance, banque, bourse, diagnostic d'entreprise, évaluation de société, évaluation de préjudice économique et financier, finance d'entreprise, fiscalité.

La Compagnie résulte de la fusion en 2007 de la Compagnie Nationale des Experts Judiciaires en Finance et Fiscalité (dont la création remonte à 1927) et la Compagnie Nationale des Experts en Diagnostic d'Entreprise (créée en 1985).

Elle regroupe une centaine de membres provenant d'horizon divers, mais complémentaires : assureurs, banquiers, dirigeants d'entreprise, dirigeants d'établissements financiers, experts comptables à vocation financière, universitaires.

Ses membres interviennent :

- sur désignation judiciaire (expertise judiciaire proprement dite ; évaluation de parts, d'actions de sociétés, en vertu des articles 1592 et 1843-4 du Code Civil ; diagnostic et expertise de gestion ; etc ...),
- dans un cadre parajudiciaire (arbitrage ; médiation),
- dans un cadre privé (avis technique sur demandes de parties en litige ; évaluation ; estimation de préjudice économique et commercial ; analyse financière et de gestion ; etc ...)

La Compagnie a notamment pour objet :

- de soumettre à cet effet ses membres à une discipline librement acceptée et d'étudier toutes les questions pouvant se rattacher à l'exercice de leur activité judiciaire et parajudiciaire.
- de participer à la formation permanente de ses membres dans la pratique de leurs fonctions d'expert,
- de faciliter à ses membres l'accomplissement de leurs missions en prenant toutes mesures utiles à cet effet, et notamment d'organiser un système d'assurance de responsabilité civile professionnelle collectif et obligatoire.

BUREAU DE LA COMPAGNIE

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS JUDICIAIRES EN FINANCE ET DIAGNOSTIC

Finance - Evaluation - Diagnostic - Fiscalité

Siège administratif :

10, rue du Débarcadère – 75852 PARIS CEDEX 17

Tél : 01 45 74 50 60 – Fax : 01 45 74 67 74

www.cnejfd.org

Bureau

Guy JACQUOT, Président

Thierry BERGERAS, Vice-Président

Jean-Marc MONTSERRAT, Vice-Président

Lionel GUIBERT, Secrétaire Général

Xavier LECARON, Trésorier

Jean-Charles de LASTEYRIE

Thierry SAINT-BONNET

Pierre SIAMER

Hubert TUBIANA

Présidents d'Honneur

François DESSART

Jean-Luc DUMONT

Maurice NUSSENBAUM

Jacques PETIT

Jean TOURIN

Membres

La liste des membres de la Compagnie avec l'indication de leurs spécialités figure ci-après.

NOMENCLATURE DE LA BRANCHE D'ECONOMIE ET FINANCE

D 1.1	Comptabilité
D 1.2	Comptabilités spéciales
D 2	Evaluation d'entreprise et de droits sociaux
D 3.1	Finance d'entreprise
D 3.2	Marchés financiers et produits dérivés
D 3.3	Opérations de banque et de crédit
D 3.4	Opérations d'assurance et de gestions des risques
D 3.5	Opérations financières internationales
D 4.1	Analyse de gestion
D 4.2	Contrefaçons, concurrence déloyale
D 4.3	Distribution commerciale, franchises
D 4.4	Etude de marchés
D 4.5	Stratégie et politique générale d'entreprise
D 5	Gestion sociale (conflits sociaux)
D 6.1	Fiscalité personnelle
D 6.2	Fiscalité d'entreprise
D 7	Diagnostic d'entreprise

[illegible]

CNEIFD
LISTE DES MEMBRES DE LA COMPAGNIE

Nom	Prénom	Actif	Honoraire	Cour de cassation	Cour d'appel	Spécialités selon la nomenclature de la Branche D Economie et Finance (conf. tableau ci-après)																	
						D 1.1	D 1.2	D 2	D 3.1	D 3.2	D 3.3	D 3.4	D 3.5	D 4.1	D 4.2	D 4.3	D 4.4	D 4.5	D 5	D 6.1	D 6.2	D 7	
LEVEQUE	Dominique	1			Paris			1	1														
LOBSTEIN	Romain	1			Paris					1													
MALAN	Michel		1																				
MAREUIL	Gérard	1			Paris				1						1								
MARION	Olivier	1			Paris																		
MARROT	Olivier	1			Paris			1															
MARTIN	Alain	1			Paris				1														
MERLIN	Marc	1			Paris																	1	
MIGEOT	Philippe		1	1	Paris																		
MONTOYA	Raymond		1																				
MONTERRAT	Jean-Marc	1			Paris																		
MOTCHIDLOVER	Yves	1			Paris				1														
MOYNOT	Alain	1			Paris																		
MUIZON (DE)	Gildas	1			Paris										1	1							
NUSSENBAUM	Maurice	1		1	Paris			1	1	1												1	
PELLAE	Jean	1			Paris							1											
PERONNET	Olivier	1		1	Paris	1		1															
PETIT	Jacques		1	1	Paris																		
PIERRE	Rémy	1			Paris					1													
PILCER	Jacques-Patrick	1			Paris					1													
PINARD	Florent	1			Paris	1	1																
PREAU	Pierre	1			Paris			1															
RAFFEGEAU	Jean		1		Paris																		
RAYNAULD	Jean		1		Paris																		
REROLLE	Jean-Florent	1			Paris				1														
ROSENBERG	Joël	1			Paris																		
SAINT-BONNET	Thierry	1			Paris			1												1	1		
SIAMER	Pierre	1			Paris				1						1								
TINGUY DU POUET	Charles Foucauld	1			Paris				1														
TOURIN	Jean-René		1	1	Paris																		
TUBIANA	Hubert	1			Paris		1	1	1														
WEILLER	Jean-Pierre		1		Paris																		
		60	11	11		5	7	21	24	9	4	6	2	4	3	2	0	1	1	2	2	8	

REVUE DE PRESSE 2014

Le Bureau de la CNEJFD a souhaité rassembler les principales contributions techniques de ses membres publiées dans des revues économiques et financières au cours de l'année 2014 en vue d'une diffusion auprès des acteurs du monde judiciaire.

SOMMAIRE

Domaine	Auteur	Titre de l'article	Support	Page
Banque/Bourse	Michel CRINETZ	L'assurance emprunteur : un mariage pour la vie ?	Le Nouvel Economiste (19 février 2014)	1 - 2
	Michel CRINETZ	Pour une séparation bancaire systémique, ou comment empêcher la nouvelle crise	Le Nouvel Economiste (18 avril 2014)	3 - 5
	Michel CRINETZ	Banques : qui sanctionner ? La personne morale ou la personne physique ?	Le Nouvel Economiste (3 juin 2014)	7 - 8
	Michel CRINETZ	Vive la justice bancaire mondialisée ?	Le Nouvel Economiste (2 juillet 2014)	9 - 10
	Michel CRINETZ	Vous avez aimé la dernière crise financière ! Vous allez adorer la prochaine, encore plus dévastatrice ...	Le Nouvel Economiste (26 octobre 2014)	11 - 12
	Michel CRINETZ	Les superviseurs bancaires sont restés bien élevés	Le Nouvel Economiste (3 novembre 2014)	13 - 14
	Michel CRINETZ	Il faut que tout change pour que rien de change	Le Nouvel Economiste (10 décembre 2014)	15 - 16
	Maurice NUSSENBAUM	Les manipulations de cours : l'apport des analystes statistiques	Option Finance Mai 2014	17
Evaluation	Philippe CAMPOS	Quelle trésorerie considérer dans les évaluations d'entreprise ?	Le Magazine des Affaires (5 mars 2014)	19 - 21
	Philippe CAMPOS	La contestation de la valeur des droits sociaux réformée	Le Cercle des Echos (4 septembre 2014)	23

	Philippe CAMPOS	L'ajustement du prix d'acquisition au « closing »	Le Cercle des Echos (18 mai 2014)	25 - 26
	Philippe CAMPOS	Comment apprécier la prime de taille lors de la modélisation du coût des capitaux propres des DCF ?	Le Cercle des Echos (5 novembre 2014)	27 - 31
	Guy JACQUOT	L'évaluation financière des marques	La Revue Fiduciaire Comptable (avril 2014)	33 - 36
	Guy JACQUOT	Quelques réflexions sur l'évaluation financière des marques	Cahier du chiffre et du droit (N°2 2014)	37 - 44
	Maurice NUSSENBAUM	La liberté de l'expert et le fondement contractuel de sa mission	La Revue des contrats (2 juillet 2014)	45 - 50
	Thierry SAINT BONNET	Article 1843-4 du Code civil : vers le dénouement de la saga ?	Association des Experts en évaluation d'entreprises (1 ^{er} trimestre 2014)	51 - 54
	Thierry SAINT BONNET	La responsabilité de l'évaluateur	La Revue Fiduciaire Comptable (avril 2014)	55 - 60
	Thierry SAINT BONNET	La typologie des missions d'évaluation de sociétés et de droits sociaux effectuées par un expert indépendant	Les Petites Affiches (17 juin 2014)	61 - 73
	Thierry SAINT BONNET	Le rachat par une société non cotée de ses propres actions et la mission de l'expert indépendant	Gazette du Palais (6/8 juillet 2014)	75 - 78
	Thierry SAINT BONNET	Les Fonds libéraux	Convergence (novembre 2014)	79 - 85
Finance	Alain AUVRAY	Le « Flash audit » : un outil performant du management de la preuve	Revue Décideurs (2014)	87 - 88
	Hubert de la BRUSLERIE	Les voies d'une refondation du capitalisme	Revue Française de Gestion (volume 40 2014)	89 - 113

	Hubert de la BRUSLERIE	Voluntary disclosure of financial information by French Firms : Does the introduction of IFRS matter ?	Advances in Accounting (volume 30 2014)	115 - 128
	Hubert de la BRUSLERIE	L'assomption de risques économiques élargis : une clé pour la refondation du capitalisme actionnarial	La revue du Financier (volume 36 2014)	129 - 141
	Maurice NUSSENBAUM	La gouvernance au cœur de l'administration des entreprises	Gazette du Palais 24/28 août 2014	143-152
Fiscalité	Thierry SAINT BONNET	L'évaluation d'un cabinet d'avocats	Revue de Droit Fiscal (12 juin 2014)	153-158
Préjudices économiques	Alain AUVRAY	L'atteinte à l'image de l'entreprise : un préjudice à évaluer	Revue Décideurs (2014)	159
	Maurice NUSSENBAUM	Perte de chance	Semaine Juridique (7 avril 2014)	161
	Maurice NUSSENBAUM	L'évaluation des dommages concurrentiels	Actualité Juridique Contrats d'affaires (octobre 2014)	163 - 167
	Maurice NUSSENBAUM et Olivier PERONNET	L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées	Le Club des Juristes (novembre 2014)	169 - 183

consommériste)

- Les gestionnaires de placements, séparés en pour compte propre et pour autrui
- Les banques d'affaires et d'investissement
- Les traders haute fréquence et le carry trade (qui emprunte dans une devise pour spéculer à court terme dans une autre)
- les teneurs de marchés, conseillers et autres intermédiaires qui proposent sans cesse de nouveaux instruments financiers.

Pour éviter la contagion des effets de levier, ne devrait être autorisé entre banques et non-banques, dans les deux sens, aucun financement croisé d'aucune sorte, en capital ou en prêts, y compris contre collatéraux (Repo), quels qu'ils soient, ou via des instruments prétendant couvrir des risques (en particulier des CDS) non dûment provisionnés, compensés et supervisés.

Les non-banques seraient soumises au droit ordinaire des faillites, sans possibilité d'aides publiques. Ce risque serait mentionné dans toute leur documentation, papier à en-tête, publicité, contrat...Mais la séparation entre les deux mondes ne suffit encore pas. En effet, le risque, y compris systémique, peut circuler par le biais de produits financiers dont l'accumulation incontrôlée peut mettre en péril l'ensemble de l'économie et de la société.

Il serait interdit aux institutions financières de vendre, acheter ou détenir les produits financiers synthétiques, structurés ou dérivés qui, ou bien :

- N'apparaissent que hors bilan (ou pas du tout) ; au bilan ils seraient bien visibles et chiffrés
- Ne sont pas provisionnés selon des règles actuarielles validées par un superviseur prudentiel
- Contiennent un effet de levier interne (possibilité de perdre plus que sa mise)
- Sont revendables avec asymétrie d'information (titrisations, dérivés sur produits

composites style CDO, dérivés sur matières premières),

-Et d'acheter des CDS ou autres dérivés sans avoir le sous-jacent.

Tout nouveau produit financier (y compris interne mais avec des effets externes, comme les algorithmes de trading haute fréquence) devra être autorisé par l'Autorité des marchés financiers, après étude d'impact par scénarios, avec suivi annuel du marché correspondant, et avec compte-rendu annuel au Parlement.

Michel Crinetz, Ancien contrôleur à l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP)

Publié le 18/04/2014

Ma très chère banque

Banques : qui sanctionner ? La personne morale ou la personne physique ?

La libérale Angleterre sera-t-elle plus exigeante avec les banquiers que la France socialiste ?

Michel Crinetz, du groupe banque du Collectif Roosevelt

Les sanctions et dommages et intérêts infligés aux banques par les autorités anglo-saxonnes ont changé d'échelle pour se compter désormais en milliards de dollars ; parallèlement elles récompensent les lanceurs d'alerte, naguère emprisonnés : ainsi Keith Edwards, ancien de JP Morgan, a-t-il reçu 64 millions de dollars pour sa dénonciation des mauvaises pratiques de son ex-employeur.

Les banquiers, effrayés par ces deux mouvements parallèles, vont-ils désormais prendre moins de risques et mieux surveiller leurs pratiques frauduleuses ?

Les banques, personnes "morales", sont dirigées par des personnes physiques qui assurent vouloir "créer de la valeur pour l'actionnaire", voire pour le reste de la société.

Peut-être ; mais ces dirigeants veulent aussi créer de la valeur pour eux-mêmes, en particulier en maximisant leurs rémunérations variables.

Que signifie dès lors une amende de quelques milliards de dollars, somme apparemment gigantesque ? Quelques mois de bénéfices en moins ? La belle affaire...

64 millions de dollars donnés à un lanceur d'alerte, c'est bien peu comparé aux bonus distribués par les banques anglo-saxonnes à leurs traders et à leurs dirigeants, qui se comptent en dizaines de milliards de dollars. Le patron de JP Morgan vient de s'octroyer 20 millions de dollars pour 2013 (+75 %), après avoir provisionné 13 milliards de dollars de pénalités diverses, ce qui ne diminue les bénéfices annuels que de 16 % ; il a limité les dégâts et maintenu le dividende : il "mérite" donc sa récompense. Et Royal Bank of Scotland, nationalisée, verse 588 millions de livres de bonus pour 8,24 milliards de livres de pertes.

Alors, qui sanctionner ? Si ce sont avant tout leurs rémunérations qui les motivent, ce sont donc aussi leurs rémunérations qu'il faut leur reprendre. De quoi les faire réfléchir

davantage avant de prendre trop de risques. Avec éventuellement aussi un peu de prison, comme prévu par la loi en Allemagne et au Royaume-Uni.

Certes, les sanctions contre les personnes morales sont un signal, mais si elles freinent juste un peu le dividende des actionnaires, en réalité sans pouvoir, elles ne suffisent pas. Il faut surtout sanctionner les véritables responsables, les véritables profiteurs du système, les traders et leurs chefs, les dirigeants des banques. Sur une demande du Parlement britannique, la Banque d'Angleterre vient de proposer de reprendre (clawback) les bonus jusqu'à six ans en arrière dans divers cas : négligences, mauvaise conduite, mauvais résultats.

Le clawback est également mentionné dans les standards techniques de l'Autorité bancaire européenne, mais comme une simple possibilité. Les lawyers des banquiers critiquent l'atteinte rétroactive au contrat de travail. Les banquiers anglais, pour contourner les règles européennes de plafonnement des bonus, ont déjà commencé à déguiser une partie des bonus en salaire prétendu fixe, ce qui les fera aussi échapper aux règles de reprise.

En France, la loi de "séparation" des banques dispose que : "En cas de révocation d'un dirigeant responsable ..., les engagements pris au bénéfice de ce dirigeant ..., et correspondant à des éléments de rémunération, à des indemnités ou à des avantages dus ou susceptibles d'être dus..., ne peuvent donner lieu à aucun versement."

Il ne percevra plus rien à l'avenir (si quelqu'un a pensé à le révoquer) ; mais pas question de lui reprendre ses bonus passés.

La libérale Angleterre sera-t-elle plus exigeante avec les banquiers que la France socialiste ?

Publié le 03/06/2014

Ma très chère banque

Vive la justice bancaire mondialisée !

Les superviseurs bancaires et procureurs américains nous montrent la voie. Alors que l'Europe et la France...

Par Michel Crinetz, Ancien contrôleur de l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP)

Les superviseurs bancaires et procureurs américains réagissent lentement aux anomalies révélées par la crise, mais sûrement.

2010 a vu quelques petites sanctions, comme 160 millions de dollars contre Wachovia pour le blanchiment des narcos mexicains, 550 millions contre Goldman Sachs sur les subprimes et 335 millions contre Bank of America pour des taux discriminatoires. Trop peu pour calmer la vindicte populaire et quelques sénateurs influents : les grandes banques resteraient-elles éternellement à l'abri de grandes sanctions ?

En 2013, le tarif augmente : principalement pour les subprimes, JP Morgan accepte de payer 13 milliards pour divers dysfonctionnements et BofA est en discussion pour 12 milliards de compensations diverses ; les poursuites de la Federal Housing Finance Agency contre une quinzaine de banques américaines et européennes sont en cours, et les sanctions varient entre les 885 millions déjà payés par UBS et 2,4 milliards réclamés à la Deutsche Bank.

Le blanchiment aux Etats-Unis de transactions avec des pays sous embargo a coûté entre 340 et 667 millions à une demi-douzaine de banques européennes, pour atteindre 1,92 milliards pour HSBC fin 2012 ; et 8,9 milliards à BNP Paribas, en attendant peut-être Crédit Agricole, Société Générale, Deutsche Bank et quelques autres. L'évasion fiscale n'avait coûté que 780 millions en 2009 à UBS, en échange des noms de 4 450 clients américains. Le Crédit Suisse, moins coopératif, a dû plaider coupable et payer 2,6 milliards. Plus d'une centaine d'institutions financières suisses ont accepté de payer de lourdes amendes, et une douzaine de banques suisses restent sous investigation. Les manipulations sur les changes commencent seulement à être poursuivies, et pourraient coûter jusqu'à 8 milliards à HSBC. Elles visent aussi Goldman, Deutsche, Lloyds, RBS, Standard Chartered, Crédit Suisse.

L'Europe quant à elle poursuit beaucoup moins et fait payer moins cher que les Etats-Unis.

Les seules poursuites comparables sont celles des autorités de la concurrence européennes pour manipulation du Libor et de l'Euribor, qui ont visé à peu près les mêmes banques qu'aux Etats-Unis et débouché sur des sanctions comparables, encore qu'en Europe le dénonciateur est plus ou moins exempté d'amende. C'est ainsi qu'UBS a été exempté de 2,5 milliards d'euros pour le Libor alors qu'elle avait payé 1,5 milliard de dollars aux Etats-Unis (plus 161 millions de livres pour le superviseur britannique et 59 millions de francs suisses pour le superviseur suisse : l'échelle des peines semble proportionnelle à la taille des pays). De même que Barclays avant elle, exemptée de 690 millions pour l'Euribor. Et Citigroup a vu son amende réduite de 125 à 70 millions pour le Tibor.

Quant aux superviseurs français, ils sanctionnent très peu.

La Société Générale, qui avait payé 4 millions d'euros à l'ACP après l'affaire Kerviel, a dû encore payer 500 000 euros pour lutte insuffisante contre le blanchiment. Des sanctions inférieures à un million s'égrènent contre quelques petits établissements inconnus, ou anonymisés. 2 millions contre la Société Générale et le Crédit Lyonnais pour non-respect du droit au compte. 10 millions contre UBS France pour démarchage fiscal transfrontière, décision contre laquelle la banque a fait appel. L'AMF a infligé au maximum 16 millions d'euros. Quant aux procureurs, financiers ou pas, ils ne font presque rien.

Les dirigeants, parfois poursuivis aux Etats-Unis, condamnés à des amendes, voire à de la prison, ne sont presque jamais poursuivis par nos autorités françaises et européennes.

Pourtant, les superviseurs européens pourraient infliger des amendes à Goldman Sachs, qui a maquillé à grands frais les comptes grecs, et à JP Morgan qui a vendu des prêts toxiques en Europe ; et, à titre complémentaire, un retrait d'agrément en Europe et l'interdiction de toute transaction en euros...

Publié le 10/07/2014

Ma très chère banque

Vous avez aimé la dernière crise financière ? Vous allez adorer la prochaine, encore plus dévastatrice...

A quand une véritable réglementation bancaire ?

Par Michel Crinetz, ancien contrôleur à l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP)

Imaginez une autoroute où la vitesse n'est pas limitée, où il est permis de boire de l'alcool, et même de faire demi-tour sans prévenir ; imaginez la kyrielle d'accidents mortels, de carambolages en chaîne...

Entre deux réglementations, laquelle préférez-vous ?

Celle qui interdit ou limite ces prises de risques pour soi-même et pour autrui ?

Ou bien celle qui oblige à épaissir les coussins gonflables et les pare-chocs ?

Le comité de Bâle, club de superviseurs bancaires, qui propose les versions successives de la réglementation bancaire mondiale, Bâle I, Bâle II, et à présent Bâle III, a choisi à peu près exclusivement la seconde méthode.

Les banques prennent de plus en plus de risques en spéculant sur les produits financiers dérivés et en finançant les fonds spéculatifs ? Aucune limite, aucune interdiction. Seulement des coussins de fonds propres plus épais de retitrisation, de liquidités, contra-cycliques et autres petits buffers systémiques ou de contrepartie, qui triplent ou quadruplent les exigences de Bâle II, mais trois fois rien, ce n'est pas grand-chose.

“Les banques prennent de plus en plus de risques en spéculant sur les produits financiers dérivés et en finançant les fonds spéculatifs ? Aucune limite, aucune interdiction. Seulement des coussins de fonds propres plus épais de retitrisation, de liquidités, contra-cycliques et autres petits buffers systémiques ”

Et ces exigences restent calculées par les banques elles-mêmes à partir des

probabilités mathématiques des événements adverses, probabilités qui, en vérité, n'existent pas : les conditions du théorème central limite ne sont pas respectées, notamment l'indépendance des variables, lesquelles varient en même temps et dans le même sens. Pour HSBC par exemple, avec son modèle à la carte, les prêts qui sont la moitié des actifs causeraient 80 % des risques, tandis que trading et produits dérivés qui sont 22 % des actifs ne causeraient que 6 % des risques (calculés avec les exigences augmentées de Bâle III !) : une incitation irrésistible à spéculer davantage.

Elles grossissent en spéculant et deviennent d'énormes bombes à retardement ? Aucune limite absolue n'est imposée à leur taille. Seulement un ratio de levier minimum de 3 % de fonds propres sur le total du bilan ; qu'une banque perde 3 % de ses actifs et elle fait faillite. En Bourse, une baisse de 3% des cours, cela peut arriver en un ou deux jours ; dans l'immobilier, en quelques mois ; dans le trading à haute fréquence, toujours autorisé, en moins d'une seconde. Un ratio de levier serait utile, à condition qu'il ne soit pas si ridiculement bas...

Et puis les fonds propres ne sont pas la solution à tout !

Les grosses banques font circuler entre elles des risques de plus en plus contagieux ? Pour les banques considérées comme systémiques, un plafond de 10 % du total du bilan était prévu pour chaque contrepartie, lequel vient d'être discrètement augmenté à 15 %, et encore, en compensant les créances et les dettes sur produits dérivés, ce qui, en droit des faillites européen, est inopérant : le liquidateur de la contrepartie exigera le paiement intégral des dettes mais suspendra le paiement des créances et ne les remboursera qu'au marc le franc. La banque pourra ainsi perdre jusqu'à 15 % de son bilan quand une contrepartie fera faillite, donc perdre cinq fois ses fonds propres.

“Vous avez aimé la dernière crise financière ? Vous allez adorer la prochaine, encore plus dévastatrice...”

Et les traders fous, les contrôleurs internes ou externes somnolents, les méchants juges américains ? Va-t-on élargir le coussin prévu pour les risques opérationnels ? Non. Pas de sanctions ni civiles ni pénales envers les dirigeants qui prennent trop de risques. Et rien sur le contrôle interne, ni sur les bonus incitant à prendre des risques.

Vous avez aimé la dernière crise financière ? Vous allez adorer la prochaine, encore plus dévastatrice...

Ma très chère banque

Les superviseurs bancaires sont restés bien élevés

Les banquiers n'ont-ils pas les mêmes droits que les autres ?

Par Michel Crinetz, ancien contrôleur de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP)

Le superviseur des principales banques américaines, la New York Fed (NYF), n'a pas vu venir la crise financière ni su l'empêcher. Le Congrès s'en est ému. La NYF a alors demandé à un professeur de finance, David Beim, son analyse et ses propositions.

Après enquête, ce dernier a conclu en 2009 que la NYF était devenue trop prudente, trop déférente envers les banques supervisées : décisions par consensus, couches successives de censure, crainte des supérieurs, manque de volonté de trouver des points critiquables et des actions pour y remédier ; l'un des employés a parlé de "capture du superviseur", citation que les dirigeants de la NYF ont demandé en vain de retirer du rapport.

Beim a suggéré l'embauche de contrôleurs pensant hors du cadre, posant des questions embarrassantes, remettant en cause l'orthodoxie ambiante et ne s'autocensurant pas ; ce qui fut fait. L'une d'elles, embauchée fin 2011, enquêtant sur Goldman Sachs, critiqua l'absence de politique contre les conflits d'intérêts. Ses supérieurs lui demandèrent plusieurs fois de revenir sur ses conclusions. Elle persista. Elle fut licenciée fin 2012, et publia alors des enregistrements de conversations avec ses supérieurs, qui lui reprochaient sa parole directe et ses remarques embarrassantes : précisément les qualités pour lesquelles elle avait été embauchée.

Et les superviseurs bancaires français ?

Il faudrait le demander à Danièle Nouy, passée justement par la Fed de New York, où elle a appris, non les bonnes manières envers les banques, déjà en usage à la commission bancaire créée par le maréchal Pétain, mais les modèles mathématiques qui permettaient aux banques de fortement sous-pondérer la valeur de leurs risques, modèles mis à la mode par Bill McDonough, justement le chef de la NYF. Elle s'en est fait ensuite la propagandiste mondiale comme secrétaire du comité de Bâle, taçant publiquement sa collègue américaine Sheila Bair, obtuse au point de ne pas comprendre tout l'intérêt de ces progrès conceptuels.

“l'un des employés a parlé de “capture du superviseur”, citation que les dirigeants de la NYF ont demandé en vain de retirer du rapport. ”

Ce qui destinait cet ancien cadre de la commission bancaire à en devenir la patronne en 2010. Ses équipes n'ont pas vu les fraudes de Kerviel, mais la Générale a été sévèrement punie : 4 millions d'euros d'amende ! Elles n'ont pas vu non plus les transactions de BNP Paribas avec l'Iran et le Soudan, mais c'étaient des transactions américaines d'une filiale suisse, on ne peut pas être partout. Certes, elles ont vu telle pratique bizarre dans un paradis fiscal, mais avec lequel la France n'avait pas de convention. Sans doute tel défaut de contrôle interne dans une banque franco-belge, mais n'était-ce pas plutôt un problème belge ? Peut-être telle opération douteuse dans la sous-sous-filiale française d'un assureur américain, mais n'était-ce pas plutôt un problème britannique, ou américain ? Ce n'était plus du contrôle, c'était de la diplomatie.

Et si un (ex-)agent de l'ACPR dénonçait une pratique particulière de l'institution, il encourrait des poursuites pénales – un an de prison et une grosse amende – pour violation du secret professionnel.

Bref, ce curriculum impeccable la destinait à l'évidence à présider le superviseur de la zone euro. Elle y inspecte les bilans des banques à l'aide du cabinet Oliver Wyman, qui avait déjà été complaisant envers les banques espagnoles en 2012. Nul doute que cette fois, les non-valeurs seront repérées dans les banques ibériques, italiennes, grecques, chypriotes. Du reste, le ménage a déjà commencé : Laiki, Bankia, Espirito Santo, Monte dei Paschi, Unicredito...

Pour l'aider dans cette tâche difficile, la Bundesbank a flanqué Danièle Nouy d'une vice-présidente allemande qui devra lui expliquer toute l'importance de Deutsche Bank pour le commerce extérieur allemand, et celle des Landesbanken pour financer les politiques des Länder. Pour nos “champions nationaux”, elle n'a pas besoin d'explications, merci...

Publié le 03/11/2014

Rubriques : Ma très chère banque | Amériques | Europe | Monnaie | Droit & juridique | Finance & Gestion | Marchés financiers

Ma très chère banque

Il faut que tout change pour que rien ne change

Contournée aux États-Unis, l'interdiction faite aux banques de réaliser des opérations pour compte propre est en train d'échouer en Europe

Par Michel Crinetz, ancien contrôleur à l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP)

Que n'a-t-on entendu...

G8, G20, FSB : les banquiers spéculateurs, les bonus pousse-au-crime, c'est fini ! On va re-réglementer : Bâle III, CRD IV, Barnier et ses 41 directives et règlements, Dodd-Franck aux États-Unis.

Dodd-Franck, justement, et sa section 619, dite règle Volcker : les banquiers ne doivent pas spéculer pour eux-mêmes. Enfin une règle claire, simple, propre à éviter les dérives qui ont mené à la crise !

Mais alors, quel est ce titre des Échos le 17 octobre 2014 : "Le trading redémarre sur les chapeaux de roues à Wall Street" ? Les spéculateurs sans doute, mais pas les banques, quand même ? Ah, mais si : "La hausse atteint même 32 % chez Goldman Sachs. La hausse est également de 19 % chez Morgan Stanley, et de 11 % chez Bank of America".

Comment est-ce possible ?

C'est que, si la règle Volcker faisait deux pages, la section 619, elle, est plus longue et plus détaillée ; et le diable est dans les détails des 1 077 pages de la Final Rule.

La sous-section (d) détaille les activités qui restent permises : trading sur certaines obligations publiques, trading pour faciliter la tenue de marché (dans des limites "raisonnables"), hedging pour mitiger les risques, services pour les capital-risqueurs et les hedge funds (sous conditions d'une stricte séparation d'intérêts et de garanties), et toutes autres activités considérées sûres et saines par les superviseurs... En précisant que toutes ces exceptions ne doivent pas mener à des conflits d'intérêts entre la banque et ses clients...

Quelles exceptions les grandes banques américaines ont-elles utilisées pour regonfler leurs spéculations ? Peu importe : c'est le résultat qui compte. "Les salles de trading

sont incontestablement plus vivantes. Les banquiers gèrent mieux les nouvelles contraintes. Il y a un niveau de certitude qu'on ne voyait pas l'an dernier", commente un trader de JP Morgan. En clair, maintenant, on sait contourner les règles.

“La spéculation regagne assez vite son niveau d'avant-crise : on achète dans la seule perspective de revendre plus cher. Dans des banques moins nombreuses et plus grosses, donc encore plus intouchables”

Et que dire des bonus ? À Wall Street, ils ont augmenté de 15 % en 2013, à 27 milliards de dollars. Et 10 milliards de livres à la City de Londres, dépassant le record de 2006 : la réglementation européenne, plafonnant les bonus à une ou deux fois le salaire fixe à partir de 2015, est contournée d'avance par les banquiers londoniens, à l'aide de faux salaires fixes.

Les fraudes massives ont également continué après la crise. Les manipulations sur les taux d'intérêt à Londres et Tokyo, en cours de sanction, ont continué jusqu'à novembre 2010, et n'ont cessé qu'à la suite d'une dénonciation. Les manipulations massives sur l'énorme marché des changes, en cours de sanction aussi, étaient le fait de trois douzaines de traders dans une dizaine de banques, dont quatre détiennent plus de la moitié du marché mondial. Sans oublier JP Morgan qui a couvert les 6 milliards de pertes de la baleine de Londres (surnom donné à un trader londonien du fait de l'énormité de ses positions) en 2012.

La spéculation regagne assez vite son niveau d'avant-crise : on achète dans la seule perspective de revendre plus cher. Dans des banques moins nombreuses et plus grosses, donc encore plus intouchables. Forcément, avec la crise, certaines banques ont fait faillite ou ont été absorbées par des plus grosses, d'autres ont renoncé aux spécialités où elles n'étaient pas assez grosses. Cette concentration plus forte accroît encore le risque systémique.

Contournée aux États-Unis, l'interdiction faite aux banques de réaliser des opérations pour compte propre est en train d'échouer en Europe : la proposition Barnier de janvier 2014 est en cours d'examen par le Parlement européen, sous une pression fantastique des lobbies bancaires, et de leurs superviseurs les plus libéraux, la France et l'Allemagne. Le nouveau commissaire européen aux services financiers, Lord Hill, ancien lobbyist pour HSBC, va à présent s'en occuper...

Publié le 10/12/2014

Rubriques : Ma très chère banque | Finance & Gestion |  Marchés financiers | Gouvernance

Les manipulations de cours : l'apport des analyses statistiques



Maurice Nussenbaum,
président Sorgem Evaluation,
professeur à l'Université Paris
Dauphine



Teddy Guérineau, associé
Sorgem Evaluation

Lors de la bataille de Waterloo, le 20 juin 1815, la légende veut que Nathan Rothschild, informé de la défaite napoléonienne bien avant tout le monde, se soit rendu à la bourse de Londres pour vendre en masse les titres de la dette britannique, et, profitant de la panique provoquée par sa manoeuvre, racheter à très bon prix les titres offerts, afin de réaliser une immense plus-value une fois la nouvelle annoncée.

Ce type de pratique était autrefois considéré comme le comble de l'habileté tant la bourse était considérée comme une institution peuplée de « charlatans » opérant des manœuvres de dupes.

On parlera aujourd'hui plutôt de manipulation de cours, c'est-à-dire au sens pénal de manoeuvres ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur. Au-delà d'exemples caricaturaux se caractérisant, par exemple, par des interventions massives en cours de séance ou au fixing, par le recours à des ordres fictifs, à des ordres en face à face... il peut être délicat de distinguer les interventions d'un opérateur bien intentionné de celles d'un manipulateur.

La réglementation AMF reconnaît d'ailleurs cette difficulté en citant, à l'article 631-2 du règlement général de l'AMF, sept pratiques qui sont prises en compte pour apprécier si un manipulateur de manipulation de cours a été effectuée, tout en indiquant que ces éléments ne peuvent pas « être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours ». La mise en évidence d'une pratique répréhensible en matière de manipulation de cours fait souvent l'objet de discussions avec l'AMF car elle nécessite fréquemment la mise en oeuvre d'analyses statistiques fines. Nous présentons ici deux exemples de ces techniques finies, notamment de la littérature académique consacrée à cette

matière). L'une met en jeu « des études d'événements » et l'autre l'analyse du positionnement des ordres dans la fourchette de cotation.

L'analyse du caractère anormal ou artificiel des cours suite aux ordres litigieux effectués par un opérateur pendant plusieurs séances : le recours à l'étude d'événement et à l'analyse de corrélation.

L'objectif d'une manipulation de cours est souvent d'obtenir une variation anormale du cours d'un titre, c'est-à-dire une évolution qui n'aurait pas pu être observée par le jeu normal de l'offre et de la demande. Si un manipulateur a cherché à obtenir une hausse (une baisse) d'un titre, on devrait donc observer une hausse (baisse) anormale pendant la période de manipulation, et une baisse (hausse) anormale après la fin de la période de manipulation, sauf à ce que ses efforts aient été contrecarrés. Or, la méthode statistique de l'étude d'événement, très souvent mise en oeuvre, dans les principaux journaux académiques en Finance et de manière régulière aux Etats-Unis pour la détermination du préjudice subi par les actionnaires victimes d'une information trompeuse, permet justement d'analyser le caractère anormal de l'évolution du cours d'un titre. Cette méthode comprend cinq étapes :

- 1/ On détermine quelle a été la rentabilité constatée du titre étudié.

- 2/ On détermine quelle aurait été la rentabilité normale du titre en l'absence de cet événement à partir d'un modèle statistique (modèle de marché, modèle de la moyenne...).

- 3/ On calcule la rentabilité anormale comme la différence entre la rentabilité constatée et la rentabilité normale calculée.

- 4/ On cumule les rentabilités anormales calculées sur la période de la manipulation présumée et sur la période suivante.

- 5/ On effectue un test pour vérifier si les rentabilités anormales calculées sont significatives d'un point de vue statistique.

Si en suivant ces différentes étapes, une rentabilité anormale est mise en évidence pendant la période de manipulation, à ce stade, la seule preuve obtenue est celle d'une simultanéité, certes troublante, entre des ordres litigieux et une évolution anormale du cours d'un titre. A partir de là il faut également vérifier s'il existe un lien pouvant être considéré comme une causalité, c'est-à-dire d'un point de vue statistique une corrélation significative positive entre les rentabilités anormales calculées et les caractéristiques des ordres suspects d'avoir provoqué cette rentabilité anormale. Par exemple, si un investisseur est suspecté d'avoir provoqué une évolution anormale d'un titre en effectuant des transactions représentant une part importante des volumes de ce titre, il sera nécessaire d'analyser s'il existe une corrélation entre les rentabilités anormales calculées et sa part dans les volumes.

Ces développements montrent qu'en dehors de cas caricaturaux, il ne suffit pas de mettre en évidence une manipulation de cours à partir d'une simple comparaison entre l'évolution d'un titre et celle d'un indice, ou à partir de simples graphiques car une telle comparaison, si elle constitue une condition nécessaire n'est pas suffisante pour distinguer entre les achats importants ayant eu un impact sur les cours et ceux qui constituent une manipulation. En effet, un acheteur important cherchera normalement à minimiser son impact sur le cours.

Analyse de l'impact des ordres litigieux sur le cours d'un titre à partir de l'évolution de la fourchette de cotation et de la nature des ordres effectués

Cette question est fondamentale car une manipulation de cours passe souvent par le fait d'exécuter des ordres dont l'objectif est d'avoir un impact important sur le cours. D'un point de vue technique, l'analyse de l'impact doit conduire à examiner :

- l'évolution de la fourchette de cotation, c'est-à-dire la différence entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur ;
- le spread effectif de l'investisseur soupçonné de manipulation, c'est-à-dire la différence entre le prix auquel est réalisée une

transaction et le milieu de la fourchette de cotation.

- et la nature des ordres effectués.

Nous illustrons ces concepts à partir de l'exemple du graphique ci-dessous.

Un investisseur souhaitant faire progresser le cours d'un titre à partir du carnet d'ordres représenté dans ce graphique peut mettre en oeuvre des stratégies d'agressivité croissante :

- placer un ordre d'achat à l'intérieur de la fourchette de cotation, par exemple à 65,75 ce qui réduit provisoirement la fourchette de cotation à 0,25 (soit 65,75 - 65,50) ;
- placer un ordre d'achat à la meilleure limite à la vente (soit 66,00) ce qui augmente la fourchette lorsque son cours est exécuté à 1,00 (soit 66,50 - 65,50) ;
- placer un ordre qui permet d'acheter les titres proposés à la meilleure limite à la vente, à la seconde meilleure limite, ... ce qui augmente encore plus la fourchette.

Ces différents types d'ordres conduisent à des spreads effectifs très différents pour l'investisseur : il perçoit 0,125 dans le cas de l'introduction d'un nouvel ordre à 65,75 qui est ensuite servi par un autre opérateur, il paye 0,25 dans le cas où il achète à la meilleure limite et il paye plus de 0,25 dans le cas où il achète au dessus de la meilleure limite.

En analysant les spreads effectifs ou le caractère agressif ou non des ordres durant la période où la manipulation est suspectée, en les comparant avec ceux des autres opérateurs sur le titre, ces indicateurs permettent de distinguer notamment entre un comportement manipulateur et le comportement d'un investisseur prenant une importante position sur un titre.

Ainsi la caractérisation d'une manipulation de cours, en particulier lorsqu'elle suppose avoir été effectuée dans le cadre du trading algorithmique ou haute fréquence, s'avère souvent un sujet d'ordre éminemment plus statistique que ne l'est la caractérisation d'un manquement d'intégrité, qui s'appuie sur des faiblesses d'indices plus qualitatifs, ou la diffusion d'une information fautive ou trompeuse, qui ne dépend pas de la mesure effective de l'impact sur le cours.

1 Cf. Georges Darzent - Le volume cité par D. Martu - Le quantitatif (intégrité) des préjugés boursiers - Mélanges AHDJ - France VI - 2013.
2 Article L663-2 du Code monétaire et financier
3 Comptroller-Inspector C. et P. J. 2011 - Measuring closing price manipulation: Journal of Financial Intermediation vol 20, 2 (2011) plus difficile à réaliser car elle suppose de vendre à dénouer les titres de la société dont le cours est manipulé. Or, ce sont également souvent les sociétés les moins liquides, dont il est difficile de trouver des titres à échanger, qui sont l'objet de manipulations.
4 Un coefficient de corrélation linéaire est compris entre -1 et 1. Le coefficient est égal à 1 lorsque les deux variables en question évoluent de la même manière. Il est égal à -1 lorsque les deux variables évoluent en sens inverse.
5 La difficulté d'établissement du manquement est illustrée par la décision KRAAY (AMF 12 mai 2011).

Représentation des meilleures limites d'un carnet d'ordres sur un axe de prix



- [Notre magazine](#)
- [Derniers événements](#)
- [Nos expertises](#)
- [Classements & Grands Prix](#)
- [Abonnement et contacts](#)
- [Actualités](#)
- [CAC 40 & SBF 120](#)
- [Private Equity](#)
- [Restructuration](#)
- [Infrastructure](#)
- [Etudes](#)
- [Espace abonné](#)
- [Base de données](#)
 - [CAC 40 & SBF 120](#)
 - [Actualités et deals](#)

Prochain événement



Petit-déjeuner conférence

5 mars 2014

Le Magazine des Affaires organise un petit-déjeuner conférence sur le thème de la **Restructuration** aux salons des Arts & Métiers en partenariat avec **Alixio, Eight Advisory et Weil Gotshal**

Quelle trésorerie considérer dans les évaluations d'entreprise ?



Les méthodes d'évaluation les plus usuelles conduisent généralement à déterminer la valeur d'entreprise puis en déduire son endettement net afin d'obtenir la valeur des fonds propres en tant qu'élément d'appréciation du « prix » de l'entreprise. Une des composantes essentielles de l'endettement net est constituée de la trésorerie disponible de la société qui vient s'imputer sur son endettement (emprunts et autres engagements ou passifs). En apparence relativement

simple, la prise en compte de la trésorerie disponible recèle de nombreux pièges ou d'incompréhensions, en voici quelques illustrations.

Les mobilisations de créances

Les mobilisations de créances, tel que l'affacturage, permettent d'encaisser plus rapidement la trésorerie résultant de son activité. Elles conduisent, ainsi, à diminuer le BFR et augmenter consécutivement la trésorerie de la société. Toutefois, il ne s'agit là que d'un mode de financement de son BFR dès lors que les créances mobilisées font l'objet d'un « tirage ». Les avances sous-jacentes doivent alors être retranchées de la trésorerie afin de considérer la seule trésorerie normative de la société indépendamment des modes de financement. A défaut, toute chose étant égale par ailleurs, la société mobilisant ses créances aurait une valorisation supérieure à celle qui s'autofinance. De la même façon, il faut être attentif aux augmentations ou diminutions de la quote-part des créances financées par des mobilisations de créances (ex : une société qui financerait en principe 30% de ses créances clients, puis 100% de celles-ci préalablement à un closing ne signifierait pas une amélioration réelle de sa capacité à générer du cash).

Avances clients et retards fournisseurs

Il convient d'être particulièrement attentif aux avances clients exceptionnelles qui auraient pu être négociées pour différentes raisons ou aux retards fournisseurs chroniques ou ponctuels, notamment afin d'améliorer artificiellement la trésorerie du closing.

Saisonnalité de l'activité

Les spécificités de l'activité, en particulier concernant une éventuelle saisonnalité marquée, doivent être examinées afin de cerner leur impact au niveau de la trésorerie. Une bonne analyse de ces spécificités devrait permettre d'éviter les mauvaises surprises de la trésorerie post closing si celui-ci intervient à une date « favorable » pour le cédant.

Des investissements majeurs retardés

Certains peuvent être tentés de différer des investissements majeurs, notamment préalablement à un changement de capital prévu (refonte du SI indispensable...). L'intervention de spécialistes « métier » pourrait s'avérer utile afin de réduire les risques inhérents à cette problématique.

Besoin en fonds de roulement négatif

Une structure négative de BFR est une configuration favorable à la trésorerie. Certains considèrent qu'il s'agit d'un élément d'endettement net, notamment dans la mesure où le crédit fournisseur devra être remboursé tôt ou tard. Ce postulat n'apparaît pas juste dans une hypothèse de continuité d'exploitation puisque cet « avantage » est durable et normatif sous réserve qu'il s'agisse de conditions de règlement usuelles et qu'il n'est pas pollué de conditions particulières (avances clients exceptionnelles...).

Ajustements/Litiges post-acquisitions

Dans le cadre d'une reprise intégrale (type « LBO »), le repreneur peut s'apercevoir post acquisition que la trésorerie a été « polluée », notamment en considération des caractéristiques mentionnées ci-avant. Il est ainsi préférable d'anticiper le règlement de ce type de litige préalablement au closing.

dans le contrat de cession. Ainsi, il est possible de prévoir des clauses d'ajustements afin de considérer la trésorerie réelle à la date du closing. Ces clauses impliquent d'être particulièrement précis sur la définition de la trésorerie (quelles sont les dates à considérer : date de valeur, date d'inscription au compte, date d'émission de chèques ; quel mode d'évaluation des valeurs mobilières... ?). Ce type de clause s'inscrit généralement sous l'égide de l'article 1592 du Code Civil[1] avec l'intervention d'un expert financier désigné dans l'acte ou par un juge. L'évaluation préalable au closing sera, par conséquent, partielle, et le prix définitif ne sera en fait connu que postérieurement au closing.

Nous voyons ici que l'analyse de la trésorerie à intégrer dans le cadre de l'évaluation d'entreprise, apparemment relativement simple, doit faire l'objet d'une attention particulière. Dans un contexte de reprise de sociétés et de la phase préalable de due diligence qu'elle suppose, cette analyse est, en principe, systématique. Dans les autres cas, un diagnostic comptable et financier apparaît indispensable en amont puisque les informations de cette nature ne sont pas disponibles par une simple lecture des états financiers publiés.

[1] Article 1591 du code civil : « Le prix de vente doit être déterminé et désigné par les parties ».

Article 1592 du code civil : « Il peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers ; si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente ».

© All right reserved 2014 - Le Magazine des Affaires création LINKIN

La contestation de la valeur des droits sociaux réformée

PHILIPPE CAMPOS / CABINET D'AUDIT ET CONSEIL FINANCIER | LE 04/09 À 08:46

Avec la réforme de l'article 1843-4, l'expert devra désormais suivre la méthode d'évaluation des droits sociaux retenues dans les statuts.

Le nouvel article 1843-4 du Code civil est beaucoup plus détaillé que sa version d'origine et vient reprendre ou modifier la jurisprudence selon le thème.

Champ d'application

La désignation d'un expert 1843-4 du Code civil interviendra :

- "Dans les cas où la loi renvoie au présent article pour fixer les conditions de prix d'une cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert..."
- "Dans les cas où les statuts prévoient la cession des droits sociaux d'un associé ou le rachat de ces droits par la société sans que leur valeur soit ni déterminée ni déterminable, celle-ci est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné dans les conditions du premier alinéa".

Le champ d'application apparaît donc similaire, mais moins large que la précédente mouture de l'article puisque précédemment il faisait référence à "tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux..." et non pas seulement dans les cas prévus par la loi ou en cas d'une cession des droits sociaux prévue dans les statuts.

La nouvelle rédaction laisse supposer qu'une valeur déterminée ou déterminable dans un cadre statutaire ne permette pas la désignation d'un expert 1843-4 du Code civil ; mais la notion de "déterminable" est à mon sens source de contestation selon l'intérêt des parties... et donc le recours de l'expert possible dans tous les cas, en théorie !

Nomination de l'expert

L'expert doit être désigné "soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible". Les conditions de nomination de l'expert apparaissent donc similaires à la précédente version de l'article.

Méthodes d'évaluation

Auparavant, l'expert était libre de choisir les méthodes d'évaluation qu'il jugeait pertinentes, étant rappelé qu'une approche multicritère était généralement la règle d'usage. Par ailleurs, il pouvait s'abstenir de suivre les règles et modalités définies par les parties ; ainsi, par exemple, si les statuts prévoyaient l'application de la formule suivante : "d'un multiple **EBE 4x (-) endettement net (-) décote 50 %**", l'expert pouvait retenir plusieurs méthodes (**DCF**, multiple **EBE 6x...**) et écarter la décote systématique ; il ne le pourra plus dorénavant.

La nouvelle mouture vient modifier en profondeur cette règle jurisprudentielle, puisqu'elle prévoit que "L'expert ainsi désigné est tenu d'appliquer, lorsqu'elles existent, les règles et modalités de détermination de la valeur prévues par les statuts de la société ou par toute convention liant les parties.

L'expert restera toutefois libre des méthodes d'évaluation lorsqu'elles ne sont pas prévues par les parties.

Rappelons que les évaluations à dire d'expert 1843-4 du Code civil sont généralement réalisées par des experts près des Cours d'appel. La réforme de l'article 1843-4 du Code civil tient en quelques lignes. La doctrine, la jurisprudence et la pratique viendront probablement apporter certains éclairages et approfondissements à la nouvelle mouture de l'article 1843-4 du Code civil. ●

L'ajustement du prix d'acquisition au "closing"

LE 18/05 À 16:08 | Lu 13 fois

Dans le cadre d'une reprise d'entreprise, les parties conviennent d'un prix déterminé, en principe, à partir de différentes approches d'évaluation et d'une négociation. Il est possible de prévoir un prix provisoire lors du "signing" déterminé à partir de comptes de référence puis, dans un deuxième temps, lors du "closing", d'un prix définitif qui sera déterminé à partir des comptes de "closing".

Dans le cadre d'une reprise d'entreprise, le cédant et le repreneur conviennent d'un prix déterminé, en principe, à partir de différentes approches d'évaluation et d'une négociation. Il est possible de prévoir un prix provisoire lors de la signature du **contrat de vente** "signing" déterminé à partir de comptes de référence puis, dans un deuxième temps, lors de la levée des conditions suspensives, d'un prix définitif qui sera déterminé à partir des comptes de "closing".

L'examen des comptes de référence et le prix payé au "closing"

Les comptes de référence utilisés pour déterminer le prix provisoire du contrat de vente font généralement l'objet d'une revue détaillée lors de la phase de **due diligence**. Son objet est notamment de modéliser un **endettement net** réel et un résultat normatif. En effet, dans un cadre transactionnel, l'évaluation d'entreprise repose assez souvent sur un multiple de résultat permettant d'obtenir la "Valeur d'Entreprise" qui est minorée de l'endettement net afin d'en déduire la "Valeur des Fonds Propres". La valeur des **fonds propres** sera le socle sur lequel reposera le prix convenu entre les parties.

Ainsi, l'endettement net comptable sera retraité afin de considérer des éléments **hors bilan** et des ajustements de BFR afin de considérer une trésorerie réelle par ailleurs (dette **crédit bail**, engagements retraite, tirage **affacturage**, retards fournisseurs...). De la même façon, les agrégats de résultat (**Ebitda**, Ebit...) seront retraités afin de prendre en compte les éléments **non récurrents** ou atypiques (ristournes fournisseurs concernant les résultats n-1, indemnités licenciements...). Le prix déterminé à partir des comptes de référence sera ainsi celui qui sera payé au "closing".

Ajustement du prix à partir des comptes arrêtés au "closing"

Il est recommandé de déterminer une situation comptable à la date du "closing". Contrairement aux comptes de référence établis par le cédant, les comptes du "closing" sont établis par l'acquéreur.

L'ajustement du prix au "closing" peut ainsi reposer sur une variation de l'endettement net. L'intérêt est surtout de pouvoir considérer la trésorerie réelle et les passifs à la date effective de la transmission de l'entreprise. Ce processus peut se résumer de la façon suivante :

=> Si Dette (+) et/ou Trésorerie (-) = Prix (-) (rétrocession à l'acquéreur)

=> Si Dette (-) et/ou Trésorerie (+) = Prix (+) (prix supplémentaire payé par l'acquéreur)

Il est à noter que les ajustements de prix peuvent également dépendre d'autres paramètres (BFR, **Capitaux propres**, disponibilités, Ebitda...).

Les risques de contestation

Un ajustement du prix sur la base des comptes du "closing" est parfois source de contestation, d'autant que le responsable de la publication des comptes annuels est différent de celui du prix provisoire établi à partir des comptes de référence.

Afin de limiter les risques de contestation, il est recommandé d'être particulièrement précis sur les conditions et modalités d'ajustement du prix, notamment sur la définition des différentes composantes de la dette et de la trésorerie. Il est également conseillé de pouvoir mener une analyse contradictoire des comptes du "closing".

Par ailleurs, si la contestation persiste, il est important de prévoir la nomination d'un ou plusieurs experts afin de trancher le ou les points de divergences. En cas de désaccord sur le choix des experts, il apparaît essentiel de prévoir la possibilité de nommer l'expert par une décision de justice qui tranchera les sujets de contestation.

En principe, l'intervention du ou des experts se fait dans le cadre de l'article 1592 du Code civil (1). Sa mission peut être clairement définie par les parties (ex : la limiter à trancher les sujets de contestation et non pas nécessairement évaluer les titres transmis dans leur ensemble). Le rapport de l'expert ne sera pas susceptible de recours, sauf "erreur grossière" de ce dernier.

Absence d'ajustement de prix au "closing"

Afin d'accélérer les opérations et d'en limiter les coûts a priori, il est courant d'arrêter définitivement le prix lors de la signature du contrat de vente avec uniquement une garantie d'actif et de passif (GAP). Dans cette situation, il convient d'être particulièrement vigilant sur la trésorerie et ses composantes, notamment sur le BFR et sur les effets de saisonnalité qui peuvent se traduire par de fortes variations de trésorerie selon la période de l'année.

Parfois, certains acquéreurs, surpris par la "chute" soudaine de leur trésorerie post-acquisition, souhaitent activer la **garantie de passif** au motif de dettes non révélées au "closing" alors qu'il s'agit, en fait, d'une mauvaise analyse et/ou d'une anticipation erronée de la trésorerie. La garantie de passif serait, dans ce cas, sans effet.

Les modalités d'ajustements du prix au "closing" sont parfois examinées dans la précipitation ou confondues avec des modifications du prix d'une autre nature (GAP, earn out...). Certains contentieux qui en résultent auraient pu être évités avec une phase de due diligence adaptée et des clauses spécifiques à chaque situation.

Par Philippe Campos

(1) Article 1591 du Code civil "Le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties" - Article 1592 du Code civil "Il peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers ; si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente".●

D'autres vidéos à voir sur le web

La justice américaine réclame plus de 10 milliards de dollars à C



>

Comment apprécier la prime de taille lors de la modélisation du coût des capitaux propres des DCF (1) ?

Le taux d'actualisation est régulièrement utilisé dans le cadre des méthodes d'évaluation, en particulier dans le cadre de la méthode des DCF. Si l'intégration d'une prime de marché apparaît systématique dans sa modélisation, celle d'une prime spécifique attachée à la taille de l'entreprise ne l'est pas. Dans ce contexte, quels sont alors les éléments déterminants de la prime de taille ?

Quelques rappels concernant la prime de risque de marché

La prime de risque de marché représente l'écart de rentabilité entre la rentabilité attendue d'un placement en action et le rendement d'un placement sans risque. La rentabilité (ou TRI) dont on parle ici inclut les gains en capital résultant de l'évolution des cours et les versements de dividendes.

La rentabilité espérée sur le marché (ou coût des capitaux propres) (K_e) correspond à la somme d'un taux sans risque et d'une prime de risque qui se détaille de la manière suivante:

- Taux sans risque (R_f)
- Prime de risque de marché (R_m)
- Coefficient Bêta de volatilité sectorielle (β)
- Prime de risque spécifique éventuelle (R_s)

Et se calcul comme suit : $K_e = [R_f + \beta \times R_m] + R_s$

[MEDAF]

L'utilisation du modèle prévisionnel du MEDAF, dont la formule ci-dessus découle, repose notamment sur une hypothèse d'efficacité des marchés financiers. Il existe d'autres modèles mais qui sont beaucoup moins utilisés en pratique (APT, Fama-French sont parmi les plus connus). La prime de risque de marché sera déterminée par différence entre le rendement observé sur le marché à partir d'un indice de référence (CAC40, SBF120, S&P500...) et le taux sans risque, étant rappelé qu'il existe plusieurs méthodologies de détermination du niveau de prime (cf article paru sur le Cercle Les Echos « Prime de risque de marché : laquelle choisir pour les évaluations financières » du 3 janvier 2013).

D'autres facteurs (non prévus dans le MEDAF) que le coefficient Beta peuvent expliquer la rentabilité, notamment la taille qui est généralement mesurée par sa capitalisation boursière. Pour certains, il est aussi possible d'ajouter un facteur lié au risque spécifique de la société (risque industriel, pays...). Ainsi, en pratique, de nombreux évaluateurs ajoutent un paramètre de risque additionnel au MEDAF (Rs).

Le fondement de la prime de taille

Plusieurs argumentations peuvent justifier de l'exigence de rentabilité supplémentaire pour les sociétés dont la taille est réduite, parmi lesquelles :

- L'investisseur exige un niveau de rentabilité plus élevé pour les petites capitalisations en raison d'un niveau de risque plus important (fort intuitu personae de la Direction, diversification limitée, financement...).
- Le Beta n'est pas le seul facteur explicatif de la rentabilité d'un titre.
- L'effet taille est lié à un facteur de vulnérabilité des entreprises aux variations de l'activité économique affectant la rentabilité des titres que le Beta ne considère pas. Il est à noter que certains considèrent que le Beta est influencé par l'effet taille ; ce postulat n'est pas unanimement partagé et une modélisation de son effet apparaîtrait pour le moins très approximatif, notamment parce qu'il est difficile de savoir dans quelle proportion la taille influence le Beta.
- L'effet taille repose sur les observations empiriques sur une longue période de la rentabilité des titres de faibles capitalisations versus de grandes capitalisations (cf. Ibbotson...).
- Les firmes à « faibles » capitalisations et avec un ratio « price to book » réduit génèrent, en principe, une rentabilité plus élevée.
- Les « petites » capitalisations présentent généralement une moindre liquidité et un manque de diffusion d'informations. Dans cette situation, la prime de taille ne se confond elle pas avec une prime de liquidité ?

Nous pouvons dire qu'aucun consensus n'explique son fondement. Toutefois, il est admis que l'existence d'une prime de taille est confirmée par des observations empiriques.

Il est à noter que, pour certains, les « petites » sociétés peuvent présenter, parfois, des caractéristiques qui justifient l'absence de prime de taille (marché de niche...). Cette argumentation est à nuancer puisqu'une société présente sur un seul segment (y compris de niche) pourrait, par ailleurs, être plus exposée à une rupture technologique ou à un renforcement de la concurrence..., ce qui justifierait, alors, la prime en compte d'un risque spécifique liée à sa taille et des risques sous-jacents. Ainsi, la bourse de Paris intègre de nombreuses "petites valeurs" (PME et ETI) qui présentent ces caractéristiques (performantes et à risques "à long terme").

Les modalités de prise en compte de l'effet taille

Il est possible d'utiliser des modèles distincts du MEDAF afin de considérer les caractéristiques des « petites » capitalisations (illiquidité chez Associés en Finance, modèle à trois facteurs de Fama&French, « buildup method*»...).

** Le cabinet Duff&Phelps propose une classification selon la taille de 25 portefeuilles de titres (marché US, Nyse, Amex et Nasdaq). La classification repose sur 8 facteurs et non pas seulement selon la capitalisation boursière (Capitalisation boursière, Valeur d'entreprise, Capitaux propres comptables, Moyenne 5 ans résultat net, Moyenne 5 ans Ebitda, Total actif, Chiffre d'affaires, Nombre d'employés).*

- L'équation de base ici utilisée est $\Rightarrow E(R) : R_f(\text{taux sans risque}) + R_{Pm}(\text{prime de risque de marché}) + R_{Ps}(\text{prime de taille}) + R_{pu}(\text{prime spécifique ou d'industrie})$.*
- D&P propose également d'utiliser le MEDAF majoré d'une prime de taille déterminée selon les mêmes critères que ceux de la « buildup method ».*

Comme évoqué précédemment, de nombreux praticiens ajoutent simplement une prime de taille au coût des fonds propres déterminé à partir du MEDAF.

Les principales références

Le mode de détermination des primes de taille repose généralement sur l'observation des rentabilités historiques des actions. Elles sont ensuite utilisées selon la taille de la société à évaluer.

La taille de la société se mesure généralement selon la capitalisation boursière de la société. Il en est ainsi des primes de taille déterminées par le Professeur Damodaran (Equity Risk Premium 2013, observations des rentabilités entre 1927 à 2012) ou bien encore par l'étude annuelle publiée par Morningstar (Ibbotson SBBI Valuation Yearbook) qui regroupe les sociétés en dix portefeuilles ; les plus petites capitalisations donnent lieu à des subdivisions complémentaires.

Il est vrai toutefois que d'autres paramètres peuvent expliquer la taille (chiffre d'affaires, effectif...). La base de données (payante) du cabinet Duff&Phelps donne des statistiques assez fournies dans ce domaine avec la constitution de 25 portefeuilles selon la taille des sociétés. Les sociétés les plus petites (capitalisations boursières < 100 M€) présentent généralement des primes de taille très élevées.

Dans tous les cas, à ce jour, ces bases de données sont issues de l'analyse des marchés US sur une longue période.

Il est à noter que certains cabinets indépendants ou sociétés financières utilisent leur propre modèle d'estimation de primes de taille et/ou liquidité (Detroyat Associés, Fairness Finance et Associés en Finance étant les plus connus en France). Ils permettent l'utilisation d'indices européens.

Rappelons, qu'au-delà des modèles statistiques, l'esprit critique et l'analyse fondamentale de la société à évaluer est déterminante pour choisir la prime de taille la plus adéquate. Par ailleurs, le choix de la prime de taille doit avoir une certaine cohérence avec les autres paramètres du coût des fonds propres dans la mesure du possible (ex : selon que la prime de risque de marché soit déterminée à partir de l'indice CAC40 ou un indice de SmallCaps, la prime de taille ne devrait pas être identique...).

Les primes de taille observées lors des offres publiques en 2013

Afin d'illustrer certaines pratiques, il est intéressant d'observer les primes de taille choisies par les experts indépendants dans le cadre des offres publiques AMF. En 2013 (date de la 1ère publication sur le site de l'AMF), parmi les 42 offres publiques répertoriées, nous avons identifié :

- 34 primes de risque de marché et 24 primes spécifiques mentionnées par les experts indépendants ;
- 32 primes de risque de marché et 13 primes spécifiques mentionnées par les établissements financiers.

Les primes de risque additionnelles utilisées sont essentiellement motivées par la taille réduite de leur capitalisation boursière, mais certains autres risques spécifiques sont parfois évoqués. La capitalisation boursière des 34 sociétés concernées (uniquement celles où une prime de risque a été identifiée) est plutôt « faible » puisque la moyenne se situe à ~86 M€ et la médiane à ~35 M€ [fourchette comprise entre 6 M€ et 440 M€]. Ce niveau de capitalisation pourrait justifier des niveaux de prime de taille très élevés en se fondant uniquement sur les modèles statistiques. La prime de taille moyenne retenue par les experts indépendants ressort à 2,9% [fourchette comprise entre 1% et 5,6%]. Le tableau présenté ci-dessous en donne son détail selon le niveau de capitalisation boursière des sociétés :



La base « Ibbotson » est ici la plus souvent citée afin de déterminer la prime de taille (25% des cas en 2013), tel est le choix de 2 experts indépendants. Mais l'absence de référence à une source externe reste le cas le plus fréquent.

Il est à noter que la moyenne des primes de taille mentionnées dans les évaluations réalisées par les établissements financiers est de 2,1% [fourchette comprise entre 1% et 3,5%], étant précisé qu'ici seules 13 opérations conduisent à identifier une prime de taille. Nous avons observé que 3 établissements financiers intègrent la prime de taille à la prime de marché, ce qui conduit à l'impacter du Beta contrairement aux pratiques généralement admises.

Le choix d'une prime de taille est délicat. Il peut parfois apparaître arbitraire en l'absence d'une argumentation adaptée aux spécificités de la société à évaluer. Dans tous les cas, le jugement professionnel est fondamental ; les « sources » ne devant être là que pour appuyer l'argumentation et donner un cadre de départ pour l'analyse. L'analyse fondamentale des risques intrinsèques, ainsi que la capacité de la firme à atteindre ses objectifs de rentabilité des fonds propres apparaissent être les meilleures « sources » pour choisir la prime de taille à intégrer au coût des capitaux propres.

Philippe Campos, Associé Afival, Expert près la Cour d'appel de Paris en évaluation d'entreprise et de droits sociaux.

(1) DCF « Discounted Cash Flow » : méthode d'évaluation d'entreprise fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie au coût du capital (moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette).

Philippe Campos

URL source: <http://lecercle.lesechos.fr/entreprises-marches/finance-marches/finances/221193577/comment-apprecier-prime-taille-lors-modelisat>

EVALUATION

4 L'évaluation financière des marques

Guy Jacquot, Compagnie nationale des experts judiciaires en finance et diagnostic (CNEJFD)

Sébastien Sancho, Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC)

Thierry Villotte, directeur général Guy Degrenne

Les auteurs de l'article ont animé l'atelier homonyme de la journée CNCC de l'évaluation le 10 octobre 2013.

Une marque, en tant qu'actif stratégique, participe à la création de valeur d'une entreprise. Son caractère immatériel ne lui confère pas moins une valeur qui doit pouvoir être estimée à différents stades de son évolution (création, acquisition, développement, cession) et dans plusieurs contextes (comptable, fiscal, transactionnel, stratégique, juridique).

Les marques inscrites au bilan des sociétés du CAC 40 représentent environ 60 Md€. Ce montant, concentré sur quelques groupes (Pernod Ricard, Kering, LVMH...), ne reste néanmoins représentatif que des marques acquises, la comptabilisation des marques développées en interne n'étant pas encore admise en IFRS.

L'objet de cet article est de faire le point sur l'état de la pratique en matière d'évaluation financière des marques ainsi que sur les questions que soulève cette pratique.

LA NOTION DE MARQUE

La marque peut être envisagée sous divers angles (juridique, comptable, économique), dont la combinaison facilite la compréhension de l'évaluation qui en est faite.

► **L'approche juridique.** Pour le juriste, la marque est un signe susceptible de représentations graphiques servant à distinguer les produits ou les services d'une personne physique ou morale (propriété art. L. 711-1). Elle se distingue ainsi du nom commercial et de la dénomination sociale, puisqu'elle ne désigne pas l'entreprise, mais ses produits ou services.

Pour pouvoir être déposée, une marque doit avoir un caractère distinctif (identifiable par rapport à ses concurrents), être lisible (signe autorisé, conforme à l'ordre public et aux bonnes mœurs et non déceptrice) et disponible (absence d'existence antérieure).

► **L'approche comptable.** En comptabilité, la marque est une immobilisation incorporelle et doit, donc, à ce titre, être identifiable afin de la distinguer du goodwill (clairement séparable ou résultant de droits contractuels ou légaux), source d'avantages économiques futurs, contrôlée par l'entreprise et susceptible d'être évaluée de façon fiable.

► **L'approche économique.** Du point de vue économique, la marque est une source de revenus caractérisée par une image et une notoriété et correspond à la notion de « Brand » par différence avec la notion juridique de « Trademark ».

En termes opérationnels, la marque s'apprécie au travers :

- de son « noyau central » représentatif de son identité profonde (les ressentis fondamentaux des clients vis-à-vis de la marque restent stables dans le temps et identiques dans les différents pays et pour tous les produits) ;
- et de « son système périphérique » qui place la marque dans son contexte (relations avec les consommateurs, codes d'expression, thèmes de communication, nature des produits que la marque peut signer...).

LES CONTEXTES D'ÉVALUATION DES MARQUES

L'évaluation des marques s'avère nécessaire dans certaines situations pour répondre aux dispositions comptables et fiscales, mais également dans d'autres contextes.

Le cadre comptable (IFRS)

Une société reste confrontée à la problématique de la valorisation des marques inscrites à son bilan au moment de leur entrée dans le patrimoine de la société et en cours de vie via les tests de dépréciation.

Dans ce cadre, seules les marques acquises sont concernées. En effet, les dépenses engagées en interne pour développer les marques ne pouvant être distinguées du coût de développement de l'activité dans son ensemble (IAS 38, § 61), les normes comptables internationales ne permettent pas d'inscrire au bilan les marques créées (IAS 38, § 62).

► **Au moment de l'acquisition.** Une société peut acquérir une marque :

- en tant qu'actif séparé. Dans ce cas, le coût d'entrée correspond au prix d'achat majoré d'éventuels coûts complémentaires en vue de l'utilisation prévue (IAS 38, § 27) ;
- à l'occasion d'un regroupement d'entreprises. Les marques étant des actifs spécifiques caractérisés par l'absence de marché actif et relativement peu de transactions publiques, les approches de marché proposées par la norme [prix cotés sur un marché actif (IAS 38, § 39) et transactions récentes sur des actifs similaires (IAS 38, § 41a)] trouvent difficilement à s'appliquer. Dans ce cadre, les experts auront donc principalement recours à des techniques d'estimation indirecte de la juste valeur de la marque comme l'actualisation des flux (IAS 38, § 41b).

► **Tests de dépréciation.** Au même titre que tout autre actif, les marques inscrites au bilan doivent faire l'objet d'un test de dépréciation (IAS 36). Ce test doit être réalisé en cas d'indice de perte de valeur et au moins une fois par an si, comme c'est souvent le cas, la durée d'utilité de la marque est considérée être indéterminée.

Le test de dépréciation consiste à comparer la valeur nette comptable de la marque avec sa valeur recouvrable, soit la valeur la plus élevée entre la juste valeur diminuée des coûts de la vente (transactions conclues dans des conditions de concurrence normale) et la valeur d'utilité (valeur actuelle des flux de trésorerie futurs).

En pratique, faute de marché actif et en l'absence de réelles références transactionnelles, la valeur recouvrable d'une marque est le plus souvent appréciée par sa valeur d'utilité.

Le cadre fiscal

La réalisation d'opérations relatives à des marques nécessite de tenir compte de la réglementation fiscale existante. Tel est par exemple le cas de la mise en place d'un contrat de licence de marque au sein d'un groupe.

Cette situation nécessite de déterminer un taux de redevance applicable entre le propriétaire d'une marque et son utilisateur qui puisse respecter le principe de pleine concurrence défini par l'OCDE pour la fixation des prix de transfert. Dans ce type d'opération intragroupe, l'administration fiscale reste en effet attentive à tout transfert de bénéfices vers un pays à fiscalité avantageuse.

Selon le principe de pleine concurrence, le prix de transfert entre des entreprises associées doit refléter un prix de marché, et il est donc déterminé sur la base de conditions commerciales et financières observables entre des entreprises indépendantes, pour des transactions et dans des circonstances comparables. En pratique, ce principe implique donc de fixer le taux de redevance en tenant compte du partage des risques et avantages entre les parties à l'opération.

Autres contextes

La valorisation d'une marque peut également être réalisée pour des motifs transactionnels (acquisition, cession ou apport), juridiques (litiges financiers, contentieux), stratégiques et opérationnels (suivi du développement d'une marque suite à son lancement, mesure de la performance des responsables marketing, gestion d'un portefeuille de marques, octroi d'une licence ou encore mise en gage de la marque).

LES DISPOSITIONS PRATIQUES

Les principes majeurs de l'évaluation des marques sont aujourd'hui précisés dans la norme ISO 10668 « Évaluation d'une marque – Exigences pour l'évaluation monétaire d'une marque » et les recommandations de l'OCDE en matière de prix de transfert.

La norme ISO 10668

Face au souhait des entreprises (services marketing, financiers ou juridiques) de mieux appréhender les pratiques de valorisation proposées par les praticiens, la norme ISO 10668, publiée en octobre 2010, a proposé un cadre méthodologique commun qui puisse être applicable dans différents contextes. Cette norme, qui ne revêt aucun caractère obligatoire, rappelle que comme tout autre actif, la valeur d'une marque s'apprécie au regard des avantages économiques qu'elle génère sur sa durée de vie d'exploitation.

Elle propose d'évaluer les marques selon une approche multicritères (approche par les revenus, le marché et les coûts) fondée sur l'analyse conjointe des paramètres financiers, marketing et juridiques : en ce sens, elle revêt un champ plus large que l'approche strictement comptable et financière des IFRS.

Les principes de l'OCDE

► Les principes de l'OCDE rejoignent les recommandations de la norme ISO 10668 sur l'approche à retenir. Il est insisté sur la nécessité de prendre en compte l'existence des éléments « non financiers » pour évaluer la valeur des marques tels que, par exemple, la

notoriété et la crédibilité engendrées par la qualité des biens et services commercialisés sous la marque, la réputation de qualité du titulaire de la marque, la taille du marché des biens et services vendus sous la marque, la familiarisation de la clientèle à la marque, l'efficacité des actions de promotion, la nature des droits attachés à la marque (classes d'actifs, couverture géographique, nantisements...).

– les méthodes d'évaluation préconisées. L'OCDE considère en effet qu'un taux de redevance, contrairement au prix de transfert, peut être déterminé sur la base de références de marché (transactions comparables, comparaison avec des produits similaires sans marque), et de méthodes de rentabilité (par exemple, méthode de partage des bénéfices).

► Ils se distinguent en revanche des normes comptables en proposant de valoriser une marque (ou un taux de redevance) sur la base d'un prix de marché et donc de se placer à la fois du point de vue du cédant et de celui du cessionnaire (prise en compte de l'actif incorporel pour l'acheteur), alors que les normes comptables privilégient la position du cédant via un calcul fondé sur les flux de trésorerie qu'il peut attendre de la marque.

ÉTAPE PRÉALABLE : L'ANALYSE JURIDIQUE, MARKETING ET ÉCONOMIQUE

Toute valorisation d'une marque requiert une analyse juridique, marketing et économique préalable prenant en compte :

– le domaine de compétence de la marque, sa pérennité et l'étendue de sa protection en termes de classes et pays (analyse juridique) ;

– la personnalité de la marque, son image, sa notoriété et sa place sur le marché afin d'appréhender son potentiel de développement et sa capacité à fidéliser la clientèle (analyse marketing) ;

– les vecteurs de création de valeur de la marque concourant à l'amélioration de la marge à une réduction des coûts, ou encore le développement de contrats de licence (analyse économique).

Ce diagnostic préalable va notamment permettre de documenter le choix des principaux paramètres financiers nécessaires au travail de valorisation, notamment la part des résultats attribuables à la marque, les prévisions d'évolution de ce résultat et le risque associé à la réalisation des prévisions reflété dans le taux d'actualisation.

L'ANALYSE FINANCIÈRE DE LA MARQUE

On distingue généralement trois types d'approche de valorisation de marques : l'approche par les revenus, celle par le marché et celle par les coûts.

L'approche par les revenus

Dans cette approche, la valeur de la marque reflète la valeur actuelle nette des avantages économiques attendus au cours de sa durée de vie économique résiduelle, ce qui nécessite de déterminer dans un premier temps les flux de trésorerie après impôts attribuables à la marque, et de les actualiser ensuite sur la durée résiduelle d'exploitation.

LA DÉTERMINATION DES FLUX DE TRÉSorerIE

Ces flux sont généralement déterminés selon trois approches : par les primes de prix ou de volume, par la méthode des surprofits ou par celle des redevances.

► L'approche par les primes de prix ou de volume. La prime de prix et/ou de volume d'une marque correspond au surplus de prix et/ou de volume dont bénéficient les produits marqués par rapport à des produits comparables vendus sans marque, après déduction des coûts générés par l'exploitation et le développement de la marque (dépot, communication...).

Au surplus de marge résultant de l'effet volume et/ou de l'effet prix, peuvent également s'ajouter des économies de coûts. Pour les entreprises ayant opté pour une stratégie de domination par les coûts, le prix appliqué reste ainsi comparable à la concurrence, mais le niveau des volumes vendus permet de réaliser des économies d'échelle sur différents types de coûts.

La limite d'application de cette approche tient pour beaucoup dans la difficulté à trouver des produits non marqués, comparables en termes de qualité et de services offerts.

► La méthode du surprofit. La valorisation d'une marque par la méthode des surprofits nécessite d'estimer le revenu attribuable aux incorporels et de le partager ensuite entre la marque et les autres actifs incorporels exploités par l'entreprise.

Le revenu attribuable aux actifs incorporels correspond au résultat d'exploitation net d'impôt, déduction faite de la rémunération des actifs économiques employés (actifs immobilisés et besoin en fonds de roulement).

La méthode développée par Sorgem Évaluation montre que le partage de ce surprofit entre la marque et les autres actifs incorporels peut notamment être déterminé selon une approche analytique qui consiste à identifier les facteurs clés de succès du secteur puis à analyser le rôle des différents actifs incorporels dans la réalisation des facteurs clés de succès. L'exemple suivant permet d'illustrer cette matrice de partage.

Matrice de partage (méthode de Sorgem Évaluation)

Facteurs clés de succès (FCS)	Image	Qualité des produits	Offre globale	Besoin client	Total
Poids des FCS	40 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Marque	60 %	30 %	20 %	40 %	42 %
Service client	20 %	40 %	50 %	20 %	30 %
Savoir-faire organisationnel	20 %	30 %	30 %	40 %	28 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

La part du surprofit revenant à la marque est estimée ici à environ 40 % :

$$40 \% \times 40 \% + 20 \% \times 30 \% + 20 \% \times 20 \% + 20 \% \times 40 \% = 42 \%$$

L'intérêt de cette approche tient à son caractère analytique, mais sa mise en œuvre requiert une grande disponibilité d'informations de nature financière, marketing et économique.

► La méthode des redevances. Dans cette approche, le revenu de la marque correspond au niveau de la redevance théorique que le propriétaire d'une marque serait en droit d'attendre en cas de mise sous licence ou qu'il économise en décaissant directement la marque. Déduction faite des dépenses nécessaires à son entretien.

La redevance théorique dépend directement d'un taux de redevance estimé et du volume d'affaires prévisionnel attendu de l'exploitation de la marque.

Le taux de redevance peut être déterminé par approche analogique sur la base de contrats de licence déjà existants pour la marque concernée ou mis en place par des marques comparables. Il peut également être estimé à partir d'une méthode analytique du type de celle présentée précédemment dans la méthode du surprofit.

L'intérêt de la méthode des redevances tient à sa simplicité. Elle est néanmoins très sensible au choix du taux de redevance, alors que les données disponibles sont souvent assez dispersées. Par ailleurs, elle nécessite de pouvoir estimer de manière fiable le chiffre d'affaires prévisionnel attaché à la vente des produits marqués.

LE CHOIX DU TAUX D'ACTUALISATION

Le taux d'actualisation des flux attribuables à la marque peut être estimé avec une approche financière du type de celle utilisée pour la valorisation des entreprises. On peut ainsi calculer un taux de rendement des fonds propres à partir d'un modèle comme celui du MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers), puis en déduire le coût moyen pondéré du capital.

On peut aussi estimer directement le taux de rendement attendu des fonds investis dans la marque à partir de l'appréciation globale du risque associé aux flux de trésorerie prévisionnels attribuables à la marque, en se basant sur le diagnostic juridique, marketing et stratégique réalisé en amont de la démarche de valorisation.

La méthode de la classe de risque de la marque développée par Sorgem Évaluation permet d'illustrer cette approche.

Celle-ci consiste à noter différents critères permettant de caractériser le risque du marché où opère la marque et le risque de la marque, pour en déduire le positionnement de cet actif dans une classe de risque (classe de risque 0 à 4).

La méthode de la classe de risque (Sorgem Évaluation)

Positionnement risque de la marque / autres marques						Marque peu risquée dans un marché peu risqué
-	2	1	0			
=	3	2	1			
+	4	3	2			Positionnement risque de la marque / autres marques
				+		

Dans cette application, le taux d'actualisation est estimé dans une fourchette comprise entre le taux sans risque (classe 0) et le taux d'actualisation majoré de 2 fois une prime de risque marché (classe 4).

LA DURÉE DE VIE DES REVENUS

Les marques sont souvent valorisées en considérant que leur durée de vie est très longue. Cette approche reste pertinente pour les marques « mères » ou marques « ombrelles ».

Elle est, en revanche, plus discutable pour les marques « produits », surtout si on peut identifier une durée de vie moyenne de ce type de marque.

L'approche par le marché

L'approche directe par le marché consiste à se référer à des transactions intervenues récemment sur des marques similaires à la marque à valoriser et comparables en termes de positionnement de marché, de force de la marque, de profitabilité ou encore de situation juridique (classes d'actifs, couverture géographique...).

En théorie, il convient également de retracer des prix de transaction constatés la valeur des éventuelles synergies attendues par les acheteurs sur les différentes opérations comparables.

Toutes ces conditions et le faible nombre de transactions portant sur des marques isolées font que cette méthode est rarement applicable. L'approche par le marché se trouve néanmoins appliquée de manière indirecte lors de la mise en œuvre de la méthode des redevances lorsque celle-ci s'appuie sur des données de marché (voir ci-dessus).

L'approche par les coûts

Les méthodes des coûts consistent à recenser les dépenses engagées pour la création d'une marque ou nécessaires à sa reconstitution, et sont donc principalement applicables aux marques reproductibles.

Elles nécessitent de pouvoir récupérer un historique fiable des coûts (plus facile dans le cas de marques jeunes) et de pouvoir distinguer ceux qui participent à la création de l'actif de ceux qui contribuent seulement à son entretien, ce qui, en pratique, est très difficile.

Par ailleurs, en se fondant sur le passé, ces approches ne permettent pas de capter le potentiel futur de création de valeur de la marque. Elles contribuent ainsi à déterminer une valeur plancher dans le cas d'une marque profitable, le vendeur cherchant à couvrir au minima les coûts engagés pour le développement et l'entretien de la marque, l'acquéreur tenant compte du coût qu'il aurait à supporter pour développer la marque en propre et des synergies attendues de l'exploitation de cette marque.

Ce qu'il faut savoir

- ▶ La compréhension, à l'actif du bilan, des marques acquises et le suivi de leur valeur dans le temps nécessitent que les entreprises puissent s'appuyer sur des approches de valorisation fiables et compréhensibles, dont la méthodologie soit acceptée par les différents acteurs économiques.
- ▶ La publication en octobre 2010 de la norme ISO 10668 proposant un référentiel commun d'analyse montre que ces instruments existent et font l'objet d'un consensus.
- ▶ Cela ne signifie pas pour autant qu'il existe une seule valeur financière pour une marque : la valeur d'une marque reste en effet étroitement liée à la volonté et aux moyens mis en œuvre pour l'exploiter.

QUELQUES RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION FINANCIÈRE DES MARQUES

PAR GUY JACQUOT*

L'évaluation des marques est un sujet en apparence bien maîtrisé. Les comptables se le sont approprié, contraints de se prononcer sur des valeurs de marque à l'occasion notamment des opérations d'affectation de l'écart d'acquisition lors d'une première consolidation, et plus régulièrement des tests de dépréciation. Il faut dire que les montants en jeu sont significatifs. À titre d'exemple, en 2013 les marques inscrites au bilan des sociétés du CAC 40 représentaient 60 Mds d'euros.

Cette maîtrise de l'évaluation des marques est passée par la standardisation des méthodes et l'Afnor a marqué ce processus en publiant en octobre 2010 la norme ISO 10 668 qui dit que, comme tout autre actif, la valeur d'une marque s'apprécie au regard des avantages économiques qu'elle génère sur sa durée de vie d'exploitation.

La valeur d'une marque, comme celle de tout actif, s'écrit ainsi :

$$\text{Valeur de la marque} = (\text{Somme de } i = 1 \text{ à } i = n) R_m \times (1+g)^i / (1+t)^i$$

Avec :

R_m : résultat attribuable à la marque

n : durée de vie de la marque

g : taux de croissance du résultat attribuable à la marque,

t : taux d'actualisation

L'objet de cet article n'est pas de remettre en question cette modélisation de la valorisation des marques mais d'en rappeler les conditions d'application. Pour cela on abordera quatre thèmes de nature assez différente. La définition de la marque, la détermination du résultat attribuable à la marque, le choix du taux d'actualisation et la durée de vie de la marque.

1. La définition de la marque

On est passé d'une vision très large de la marque dans les années 1990 à une vision très restrictive. Les raisons en sont à la fois économiques et comptables. La stratégie marketing des années 1990 correspond à une période de domination des marques considérées parfois comme le vrai capital de l'entreprise¹. La marque devient presque une nouvelle façon de nommer le fonds de commerce et les normes comptables favorisent cette conception. Pour ces normes, les marques sont, en effet, des actifs non amortissables alors que le Goodwill est amortissable.

Beaucoup d'acquisitions d'entreprises sont ainsi suivies de l'affectation au bilan consolidé d'une part essentiel de l'écart d'acquisition à des marques, limitant ainsi le poids de l'amortissement du Goodwill².

Dans les années 2000, divers facteurs comme la montée en puissances des marques distributeurs et des produits « sans marques », ont ébranlé cette conception hégémoniste de la marque. Les dirigeants redécouvrent que la performance de leur entreprise passe par une bonne gestion des savoir-faire, des fichiers clients, des innovations... L'évolution des normes comptables internationales contribuent aussi à la remise en question du rôle de la marque³. Cette contribution tient tout

1 - Voir par exemple : Jean-Noël Kapferer. Les marques capital de l'entreprise. Éditions d'Organisation, 1991 (première édition).

2 - Lors de la première consolidation d'une société nouvellement acquise il peut exister un écart entre le prix payé et l'actif net comptable de cette entreprise. Cet écart doit être affecté, autant que possible à des actifs identifiables. Le solde constitue le Goodwill qui est, à cette époque, amortissable.

3 - Voir par exemples : Elisabeth Walliser : La mesure comptable des marques, Vuibert, octobre 2001 ; Maurice Nussenbaum et Guy Jacquot : L'évolution des normes comptables d'évaluation des marques : contraintes ou

* Guy Jacquot est Associé Sorgem Evaluation, Président de la Compagnie Nationale des Experts Judiciaires en Finance et Diagnostic.

d'abord à la reconnaissance du caractère non amortissable du Goodwill, ce qui rend moins intéressant l'affectation d'une part significative de l'écart d'acquisition aux marques. Elle tient aussi au fait que les nouvelles normes IFRS ou US GAP proposent aux auditeurs de longues listes d'actifs incorporels sur lesquels imputer l'écart d'acquisition (fichiers clients, marques, brevets, contrats, ...), dont beaucoup sont considérés intrinsèquement comme amortissables.

L'approche des années 1990 était manifestement excessive. Mais pour satisfaire les normes comptables et la demande de prudence de leurs Commissaires aux Comptes, on voit aujourd'hui des entreprises évaluer séparément leur portefeuille de clients, leurs marques sans le potentiel de développement de la clientèle, les contrats relatifs aux marques... Pourtant que vaut une marque sans des clients ? Que vaut une marque donnée en licence sans les contrats de licence ?

Tout se passe finalement comme si on prétendait pouvoir évaluer les marques sans avoir une idée précise des frontières de l'actif que l'on évalue.

La question n'est pas seulement sémantique. Pour évaluer une marque, c'est-à-dire choisir la méthode d'évaluation et déterminer les paramètres de valorisation, il faut dépasser la vision financière de la marque conçue comme une simple source de revenus futurs, pour en comprendre la portée juridique (pays et classes de dépôts, contrats impliquant la marque, litiges, ...) et le rôle économique (image, notoriété, impact sur les consommateurs, ...).

La définition du périmètre de la marque que l'on évalue, comme le choix de la méthode d'évaluation de cette marque, nécessitent ainsi une approche de la marque non seulement financière mais aussi, et surtout, juridique, économique et marketing.

Cet audit permet notamment :

- de définir le périmètre de la marque à valoriser, ce qui revient à identifier les actifs incorporels que l'on peut légitimement valoriser de manière distincte de la marque. En téléphonie, par exemple, compte tenu de la relative captivité des clients, on peut valoriser des comptes clients sur une durée de vie et avec une évolution tenant compte de données techniques comme le taux d'attrition.
- de savoir si la marque est « reproductible » et si, de ce fait, une approche par les coûts

n'est pas plus pertinente qu'une approche par les revenus.

- et d'identifier les effets économiques de la marque en termes de prix, de volume ou encore de régularité.

2. La détermination du résultat attribuable à la marque

Sur ce sujet, l'approche financière de la valeur d'une marque repose sur beaucoup de « fausses bonnes idées ». La première de ces « fausses bonnes idées » est que le revenu de la marque correspond à une prime de prix diminué, si nécessaire, de surcoûts marketing.

Le caractère mythique de la prime de marque tient à ce qu'il existe, en fait, très peu de cas où il est possible de la calculer directement, soit parce que les produits ou services marqués et non marqués ne sont pas comparables, soit parce qu'il n'existe pas de produits ou services sans marque, soit encore parce que l'objectif de la marque n'est pas de vendre plus cher, mais plus ou plus souvent.

Cela ne signifie pas que la méthode de la prime de marque est inapplicable mais que sa mise en œuvre exige l'intervention de spécialistes des études marketing pour construire des protocoles d'études comme « le trade of », qui permettent d'appréhender ce type d'effet de la marque.

Une autre de ces « fausses bonnes idées » est que la méthode la plus simple pour valoriser une marque consiste à identifier, quand c'est possible, des taux de redevance concernant des marques de même nature. Le revenu de la marque serait alors égal à ce taux de redevance multiplié par le chiffre d'affaires.

La simplicité de cette approche n'est pourtant qu'apparente. Tout d'abord parce que l'utilisation des références de taux de redevance nécessite une bonne connaissance des différentes conditions des contrats de licence dont elles sont extraites. Existe-t-il un paiement initial ? Est-ce que le taux de redevance s'applique sur les ventes aux licenciés ou sur les ventes du licencié ? Quelles sont les charges, notamment de marketing et de communications, que doit supporter le donneur de licence ?

Ensuite parce que beaucoup de contrats de licence, surtout dans le domaine de la mode, concernent des accessoires. Le modèle de licence est alors celui d'une marque forte qui communique dans son domaine et qui propose à des tiers de bénéficier des retombées de sa notoriété et de son image dans son domaine, pour vendre des produits accessoires. Si on veut

opportunités pour le marketing ? Revue française du marketing, N° 176, 2000.

utiliser ce type de taux et de contrat pour valoriser une marque il faut donc se demander comment prendre en compte le financement de la communication qui assure à la marque l'image et la notoriété justifiant ce niveau taux de redevance.

Il faut aussi noter que la méthode des redevances repose sur l'hypothèse selon laquelle la redevance est le loyer de la marque et qu'il permet ainsi d'en estimer une valeur « locative ».

Or ce point de vue n'est pas toujours exact. La redevance de marque correspond à la part des résultats que le licencié accepte de reverser au licencieur pour exploiter la marque. Elle traduit donc un partage de marge, en taux et en valeur, entre un propriétaire et un exploitant.

Or pour que ce partage se fasse, il faut que le licencié en tire un profit et qu'il conserve donc une partie de l'impact de la marque sur les ventes et sur le taux de marge. Le résultat attribuable à une marque peut donc parfois être supérieur à la redevance.

Ces remarques ne signifient pas que les approches par la prime de prix ou par la redevance doivent être oubliées mais seulement qu'elles doivent s'appuyer sur un diagnostic du rôle de la marque. C'est dans cette optique que Sorgem Evaluation a développé une approche de l'analyse du résultat attribuable à la marque comprenant deux étapes⁴.

La première étape consiste à estimer le montant des résultats disponibles pour rémunérer l'ensemble des actifs incorporels. Le principe en est que le résultat d'exploitation après impôts correspond à la rémunération des différents actifs nécessaires à l'exploitation : actifs corporels, actifs circulants (Besoin en Fonds de Roulement) et actifs incorporels.

On a ainsi : résultat d'exploitation après IS = rémunération des actifs incorporels + rémunération des immobilisations corporelles + rémunération du BFR

Et par suite : rémunération des actifs incorporels = résultat d'exploitation après IS - rémunération des immobilisations corporelles - rémunération du BFR

Pour faire ce calcul, il suffit de disposer de la valeur des immobilisations corporelles, de la

valeur du BFR et du taux de rémunération exigé pour ces actifs.

Supposons un groupe qui conquiert et fabrique des produits technologiques grands publics avec les caractéristiques suivantes :

- un chiffre d'affaires de 20 M€
- un résultat d'exploitation de 3 M€,
- un besoin en fonds de roulement de 4 M€ (soit 20 % du chiffre d'affaires),
- des immobilisations corporelles (matériels) d'une valeur de 6 M€ (soit 30 % du chiffre d'affaires),
- un taux de l'impôt de 34 %
- et un taux de rendement attendu sur les capitaux investis de 10 %.

Le résultat après impôt disponible pour rémunérer les actifs incorporels (ou surprofit) est égal à :

Résultat attribuable aux actifs incorporels = 3 M€ x (1-34 %) - 10 % x (4 M€ + 6 M€) = 0.98 M€ soit $0.98/20 = 4.9\%$ du chiffre d'affaires.

Si ces données sont relativement stables en pourcentage, ce calcul signifie que le résultat après impôts attribuable aux actifs incorporels représente, dans cet exemple, environ 4.9 % du chiffre d'affaires.

Il signifie aussi que le taux de redevance (avant impôts) maximum associé à tous les actifs incorporels est de l'ordre $(4.9\% / (1-34\%)) = 7.4\%$ du chiffre d'affaires.

La seconde étape consiste à ventiler le résultat attribuable aux actifs incorporels à l'aide d'un outil que nous dénommons « matrice de partage ».

La construction de cette matrice s'appuie sur les principes de l'OCDE en matière de prix de transfert, qui disent que les prix qui s'établissent entre des sociétés indépendantes dépendent des fonctions assurées par chaque partie, des risques qu'elles assument et des actifs qu'elles possèdent.

La mise en œuvre que nous faisons de ces principes consiste à définir à partir d'enquêtes, d'interviews et d'études documentaires :

- les facteurs clés de succès d'un secteur et l'importance relative de ces facteurs,
- les différents actifs incorporels exploités par les parties et le rôle de chacun de ces actifs dans la réalisation des facteurs clés de succès.

Pour illustrer cette démarche, on supposera que le groupe considéré précédemment est constitué d'une holding et d'une filiale implan-

4 - Voir par exemples : Guy Jacquot. Marques et brevets : quelle valeur ? La revue des marques. N° 46. Avril 2004 ; Maurice Nussenbaum : l'évaluation des actifs incorporels : marques, brevets, savoir-faire... Colloque de l'IRPI. Approche Stratégique de la propriété industrielle. Le droit des affaires - Propriété Intellectuelle. N° 38.

Partie III : Expertise, Justice, Juricomptabilité

tées dans des pays différents, et qu'un diagnostic a permis d'identifier :

- 4 facteurs clés de succès : Innovation, image, visibilité et prix,
- 3 actifs incorporels appartenant à la société mère : la marque, le savoir-faire stratégique et le savoir-faire technique,
- et deux actifs incorporels appartenant à la filiale : un savoir-faire marketing opérationnel et un fichier clients.

Dans cet exemple, la marque a droit à environ 23.5 % du résultat attribuable aux actifs incorporels.

Si on reprend l'exemple précédent, cela signifie que la redevance de marque après impôts est de l'ordre de $(23.5 \% \times 7.4 \%) = 1.74 \%$ du chiffre d'affaires.

À titre indicatif on notera que cette « matrice de partage » peut servir de base à la mise en place de l'ensemble du système de prix de transfert entre la maison mère et la filiale de distribution. Supposons, en effet, que notre groupe se caractérise par :

- une holding qui conçoit les produits et les vend à sa filiale à leur coût complet augmenté d'une marge, avec un coût complet égal à 13 M€ ;
- une filiale qui vend les produits à leur prix de marché, qui a des coûts de fonctionnement égaux à 4 M€ (avec ce chiffre on a bien en consolidé : chiffre d'affaires – coûts de la holding – coûts de la filiale = 20 M€ - 13 M€ - 4 M€ = 3 M€ = résultat d'exploitation consolidé), et qui paie une redevance de marque à sa maison mère ;
- un BFR qui représente 20 % du chiffre d'affaires pour la maison mère comme pour la filiale,
- une répartition des 6 M€ de matériels à hauteur de 5 M€ pour la maison mère et 1 M€ pour la filiale de distribution ;
- un taux de rémunération des différents actifs unique et égal à 10 %,
- un taux d'imposition unique de 34 %

Exemple de matrice de partage

Entités	Facteurs clés de succès	Innovation	Image	Visibilité	Prix	Total
	Poids relatifs	40 %	30 %	20 %	10 %	100 %

Holding	Marque	10,0 %	40,0 %	30,0 %	15,0 %	23,5 %
	Savoir-faire technique	40,0 %	20,0 %	5,0 %	30,0 %	26,0 %
	Savoir-faire marketing stratégique	25,0 %	20,0 %	15,0 %	25,0 %	21,5 %
	Total 1	75,0 %	80,0 %	50,0 %	70,0 %	71,0 %

Société locale	Marketing opérationnel	15,0 %	10,0 %	30,0 %	20,0 %	17,0 %
	Fichier client	10,0 %	10,0 %	20,0 %	10,0 %	12,0 %
	Total 2	25,0 %	20,0 %	50,0 %	30,0 %	29,0 %

Total général	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
---------------	---------	---------	---------	---------	---------

Le tableau ci-dessous présente la répartition des coûts et des marges associés que l'on peut construire à partir de ces hypothèses et de la matrice de partage.

En M€	Conso- lidé	Maison mère	Filiale
Chiffre d'affaires (1)	20,00	14,81	20,00
dont vente de produits		14,38	
dont redevances de marques		0,43	
Redevance/CA filiale		2,15 %	
Coût de production (2)	17,00	13,00	18,81
dont coût d'achat			14,38
dont redevance de marque			0,43
dont coûts de fonctionnement			4,00
Résultat d'exploitation (3=1-2)	3,00	1,81	1,19
% du coût de production		13,9 %	
Part du résultat d'exploitation	100,0 %	60,4 %	39,6 %
IS (34 %)	-1,02	-0,62	-0,40
Résultat d'exploitation après IS (4)	1,98	1,20	0,78
Matériel	6,00	5,00	1,00
BFR	4,00		4,00
BFR+ Matériel	10,00		5,00
Rémunération à 10 % (5)	1,00		0,50
Surprofit (6 = 4-5)	0,98	0,70	0,28
Part du surprofit	100 %	71 %	29,0 %

Le tableau est construit à partir du bas et en tenant compte du fait que le résultat d'exploitation après impôt de chaque structure est égal à sa part dans les surprofits et à la rémunération de son BFR et de ses matériels.

Le raisonnement est le suivant :

- le résultat d'exploitation après impôt conservé par la filiale doit représenter $(29 \% \times 0,98 \text{ M€} + 10 \% \times (4 \text{ M€} + 1 \text{ M€})) = 0,78 \text{ M€}$ ce qui correspond à un résultat d'exploitation avant impôt de 1.19 M€ ;
- le chiffre d'affaires de la filiale étant de 20 M€, on en déduit que le total des coûts de la filiale est de $(20 - 1.19) = 18.81 \text{ M€}$. La redevance représentant 2.15 % du chiffre d'affaires, soit 0.43 M€, et les charges de fonctionnement de la filiale étant de 4 M€, on en déduit que le prix d'achat des produits

par la filiale à la maison mère est de $(18.81 - 0.43 - 4) = 14.38 \text{ M€}$;

- le résultat d'exploitation après impôt de la holding est pour sa part de $(1.98 - 0.78) = 1.20 \text{ M€}$ et son résultat d'exploitation avant impôt de $(3 - 1.19) = 1.81 \text{ M€}$.

Connaissant le prix d'achat des produits par la filiale (14.38 M€) et le montant de la redevance (0.43 M€), on peut en déduire le chiffre d'affaire de la holding $(14.38 + 0.43 = 14.81 \text{ M€})$, et son coût de production $(14.81 - 1.81 = 13 \text{ M€})$

En termes de prix de transfert, la matrice de partage justifie donc un taux de redevance de 2.15 % du chiffre d'affaires final et un ratio (marge de la maison mère hors redevance/coût de production de la maison mère) de $(1.81 - 0.43)/13 = 10.6 \%$.

Par construction, ce taux de marge de 10.6 % est cohérent avec une juste rémunération des actifs corporels (matériel et BFR) et incorporels (savoir-faire technique et marketing) que possède la maison mère.

3. Le choix du taux d'actualisation

Le débat relatif au taux d'actualisation des flux de revenus des marques concerne, en général, le type de taux à utiliser. Une première pratique revient à considérer qu'une marque ne peut être financée que par des fonds propres et qu'il faut ainsi actualiser ses résultats prévisionnels avec un taux de rendement attendu sur des fonds propres.

Une seconde pratique consiste à se référer au taux utilisé pour valoriser l'ensemble de l'activité. En général ce taux est un coût moyen pondéré du capital (ou Wacc pour Weighted Average Cost of Capital), c'est-à-dire un taux correspondant à une moyenne du taux de rendement attendu par les apporteurs de fonds propres et du taux de la dette (après impôts), pondérés par le poids des types de financement⁵.

5 - $\text{CMPC} = \text{taux sur fonds propres} \times \text{Fonds propres} / (\text{Fonds propres} + \text{Dettes Financières}) + \text{taux de la dette financière après IS} \times \text{Dettes Financières Nettes} / (\text{Fonds propres} + \text{Dettes Financières Nettes})$.

Ce taux se calcule donc de la façon suivante :

$$WACC = K_{FP} \times \frac{FP}{FP + D} + K_D \times (1 - t) \times \frac{D}{FP + D}$$

Avec :

K_{FP} : Taux de rendement attendu sur Fonds Propres

FP : Valeur de marché des Fonds Propres

D : Valeur des dettes financières

K_D : Taux sur les dettes financières

t : Taux d'impôt sur les sociétés

Une troisième pratique consiste à déterminer un taux d'actualisation différents pour chaque actif contribuant à la valeur de l'entreprise, en s'assurant que la moyenne des ces taux pondérés par la valeur des actifs (Wara), correspond au coût moyen pondéré du capital.

Pour compléter ce panorama, il faut rappeler que la plupart des évaluateurs estiment le taux de rendement attendu sur capitaux propres investis, avec le modèle dit du Medaf (Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers)⁶.

Dans ce modèle, le « taux sur fonds propres » égal au taux sans risque (taux des obligations d'État), augmenté d'une prime de risque lié au secteur, elle-même égale à la prime de risque moyenne des actions multipliée par un coefficient sectoriel appelé Bêta.

Coût des fonds propres = taux sans risque + B x Prime de risque moyenne du marché⁷.

Le débat sur le choix du type de taux d'actualisation est important puisque ce paramètre a une très forte incidence sur la valeur d'une marque. Il ne faut toutefois pas oublier que le taux d'actualisation traduit le rendement que l'on attend d'un investissement. On peut certes choisir un bêta en analysant les données financières de sociétés cotées.

Il nous semble toutefois que ce bêta doit aussi être choisi sur la base d'une étude approfondie des facteurs de risques associés à l'exploitation de la marque. C'est dans cette logique que Sorgem Evaluation a développé dès le début des années 1990, le concept de « classe de risque de la marque » qui permet d'identifier le bêta d'une marque et par suite le taux de

rendement des fonds propres investis dans cette marque.

La méthode de la classe de risque repose sur une analyse de différents critères de risques concernant d'une part le marché ou opère la marque, et d'autre part la marque elle-même. Chaque critère est associé à une note variant entre 0 (critère contribuant très peu au risque) et 4 (critère contribuant fortement au risque). Les notes ont une valeur relative puisque le risque s'apprécie-lui-même de manière relative.

Le tableau présente la notation du risque du marché et du risque de la marque pour l'exemple présenté précédemment.

Risque du marché	Note	Note moyenne
Croissance historique	3	2
Croissance prévisionnelle	3	2
Innovations du marché	3	2
Évolution de la structure concurrentielle	3	2
Sensibilité aux marques	1	2
Menace de nouveaux entrants	3	2
Total marché	16	12

Risque de la marque	Note	Note moyenne
Marque et concurrents		
Part de marche	3	2
Position concurrentielle	1	2
Résistance aux variations de prix	3	2
Total 1	7	6
Marque et consommateurs		
Rapport avec les clients	1	2
Satisfaction qualité/service	1	2
Innovations reconnues	1	2
Image globale de la marque	1	2
Total 2	4	8
Leviers de la marque		
Notoriété	1	2
Fidélité	2	2
Declinabilité	1	2
Total 3	4	6
Capacités à valoriser la marque		
Capacités techniques	1	2
Capacités marketing et commerciales	1	2
Capacités communicationnelles	1	2
Capacités financières	1	2
Total 4	4	8

Total risque de la marque (1+2+3+4)	19	28
--	-----------	-----------

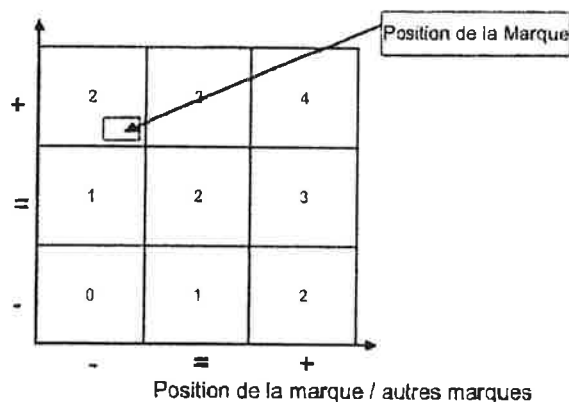
6 - Le MEDAF (Capital Asset Pricing Model ou CAPM) donne une estimation du taux de rentabilité attendu par le marché pour un actif financier en fonction de son risque systématique. Le modèle trouve sa source dans les travaux de Harry Markowitz sur la diversification et la théorie moderne du portefeuille, et a été développé par divers auteurs : Jack Treynor (1961, 1962)[2], William Sharpe (1964), John Lintner (1965) et Jan Mossin (1966).

7 - En pratique, les évaluateurs ajoutent à ce calcul une prime spécifique pour tenir compte de la taille de l'entreprise à valoriser

Dans notre exemple le marché est plus risqué que la moyenne (16 vs 12), mais la marque est moins risquée que les marques concurrentes (19 vs 28).

La notation permet de positionner la marque dans une matrice comprenant 9 cases et définie par deux axes : le premier axe correspond au risque du marché (ce risque est supérieur, égal ou inférieur au risque moyen de l'économie) ; le deuxième axe correspond au risque de la marque analysée. Ce risque est inférieur, comparable ou supérieur à un risque moyen.

Position du marché / autres marchés



Dans notre exemple, la marque est positionnée dans la classe de risque 2 comme le montre le schéma ci-dessous.

L'approche permet donc de définir 5 classes de risque allant de la classe 0 correspondant à une marque faiblement risquée sur un marché faiblement risqué, à la classe 4 correspondant à une marque risquée sur un marché risqué.

Les tableaux ci-dessous permettent de passer de la classe de risque au bêta de la marque et au taux des fonds propres associés à la marque dans le cas où le taux sans risque est de 2,5 % et où la prime de risque moyenne du marché est de 5 %.

Bêta de la marque	Minimum	Moyenne	Maximum
-------------------	---------	---------	---------

Classe 0	0,0	0,2	0,4
Classe 1	0,4	0,6	0,8
Classe 2	0,8	1,0	1,2
Classe 3	1,2	1,4	1,6
Classe 4	1,6	1,8	2,0

Taux sur fonds propres	Minimum	Moyenne	Maximum
------------------------	---------	---------	---------

Classe 0	2,50 %	3,50 %	4,50 %
Classe 1	4,50 %	5,50 %	6,50 %
Classe 2	6,50 %	7,50 %	8,50 %
Classe 3	8,50 %	9,50 %	10,50 %
Classe 4	10,50 %	11,50 %	12,50 %

Dans notre exemple, le positionnement en classe 2 correspond à un bêta de 1 (avec un bêta minimum de 0 et un bêta maximum de 2).

A ce bêta avec un taux sans risque de 2,5 % et une prime de risque moyenne de 5 % on obtient un taux de rendement exigé pour les fonds propres investis dans la marque de 7,5 % (de 6,5 % à 8,5 %). A ce taux il est possible d'ajouter une prime de taille comme dans le modèle du Medaf.

L'intérêt de cette démarche est double :

- l'analyse des critères de risque permet de structurer le diagnostic de la marque,
- le positionnement dans la classe de risque donne une indication documentée de l'ordre de grandeur du bêta de la marque.

4. La durée de vie de la marque

L'approche financière de la marque accorde assez peu d'importance à la durée de vie de cet actif. La plupart du temps les calculs de valeur actuelle des revenus futurs de la marque sont, en effet, réalisés avec des formules de capitalisation à l'infini.

On sait que ce type de formule revenant, du fait de l'actualisation, à tenir compte pour l'essentiel des 25 ou 30 années à venir. L'approche est donc pertinente pour les marques qui ont fait la preuve de leur résistance au temps ou qui appartiennent à des secteurs qui évoluent assez lentement.

Elle est, par contre, contestable dès qu'on l'applique à des marques récentes ou encore à des marques qui ont vocation à disparaître comme c'est le cas pour les marques de produits que l'on renouvelle régulièrement.

Là encore, seule un diagnostic juridique économique et marketing permettra d'identifier, à partir de données concernant des marques comparables, le cycle de vie de la marque à valoriser ou les scénarii de durées de vie à considérer et les probabilités associées à ces scénarii.

Conclusion

La comptabilisation à l'actif du bilan des marques acquises et le suivi de leur valeur dans le temps ont fortement contribué à l'élaboration de méthodes d'évaluation des marques comprises et acceptées par les différents acteurs économiques.

Les développements présentés dans cet article et concernant la définition de la marque, l'identification de revenus qui lui sont attribuables, le choix du taux d'actualisation de ces revenus et de sa durée de vie, montrent toutefois qu'une vision uniquement financière de la marque n'est pas suffisante.

Toute valorisation d'une marque requiert, en effet, une analyse juridique, marketing et économique prenant en compte :

- le domaine de compétence de la marque, sa pérennité et l'étendue de sa protection en termes de classes et pays (analyse juridique) ;
- la personnalité de la marque, son image, sa notoriété et sa place sur le marché afin d'appréhender son potentiel de développement et sa capacité à fidéliser la clientèle (analyse marketing) ;
- les vecteurs de création de valeur de la marque concourant à l'amélioration de la marge, à une réduction des coûts, ou encore au développement de contrats de licence (analyse économique).

Cet audit doit servir de base au choix des méthodes d'évaluation et à l'estimation des paramètres nécessaires à la mise en œuvre de ces méthodes, notamment le taux de redevance, le taux d'actualisation, la durée de vie de la marque ou encore la nature et le montant des investissements nécessaires à sa « reconstitution ».

Il faut, enfin, rappeler qu'il n'existe pas une seule valeur financière pour une marque. La valeur d'une marque reste en effet étroitement liée à la volonté et aux moyens mis en œuvre pour l'exploiter.

La liberté de l'expert et le fondement contractuel de sa mission

Fixation par voie d'expertise de la valeur ou du prix des droits sociaux dans les cessions par un associé ou les ventes, articles 1843-4 et 1592 du Code civil : méthodes d'évaluation, erreurs grossières et possibilités d'interprétation de l'expert.

Par Maurice Nussenbaum

Expert judiciaire agréé par la Cour de cassation

Professeur à l'université Dauphine (Paris 9)

Président de Sorgem évaluation

110p8

Deux articles du Code civil régissent la fixation, soit de la valeur des droits sociaux (art. 1843-4), soit du prix de ceux-ci dans le cadre d'une vente (art. 1592).

L'article 1843-4 du Code civil et ses conséquences en matière d'évaluation précise : « Dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible. »

Il en résulte que l'expert ainsi désigné par le juge (ou les parties) met en œuvre les méthodes d'évaluation appropriées afin de déterminer la valeur des droits.

Cependant, la jurisprudence a précisé que, le cas échéant, l'expert n'est pas tenu d'appliquer la méthode d'évaluation définie dans les statuts mêmes s'il ne peut pas l'écarter.

Une décision récente du 11 mars 2014⁽¹⁾ a cependant écarté l'application des dispositions de l'article 1843-4 aux cessions de droits sociaux ou à leur rachat par la société résultant de la mise en œuvre d'une promesse unilatérale de vente librement consentie par un associé.

Les articles 1591 et 1592 du Code civil précisent quant à eux :

- C. civ., art. 1591 : « Le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties » ;
- C. civ., art. 1592 : « Il peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers ; si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente. »

Ils ont comme conséquence que :

- l'expert est dans ce cas un mandataire commun des deux parties, chargé de fixer le prix de vente ;
- dans ce cadre, la jurisprudence ne s'est pas écartée des conditions prévues dans les pactes d'actionnaires et de ce fait la (les) méthode(s) d'évaluation qui y est (sont) définie(s) doit (doivent) être appliquée(s) par l'expert. La jurisprudence ne dit pas qu'il est libre de recourir à des méthodes non prévues dans le pacte.

La liberté dont dispose l'expert pour utiliser les méthodes d'évaluation qui lui paraissent les plus adaptées, est donc différente selon qu'il s'agit d'une expertise 1843-4 ou 1592.

Cependant, même dans le cadre de l'article 1843-4, la liberté de l'expert sera toujours limitée :

- par les contraintes de cohérence imposées par l'éventail des méthodes d'évaluation qui s'offrent à lui ;
- par la nécessité de ne pas dépasser sa marge d'appréciation et d'éviter de commettre une erreur, simple ou grossière ;
- par les problèmes qu'il pourra rencontrer dans l'exécution de sa mission.

Par ailleurs, la loi n° 2014-1 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises, adoptée le 2 janvier 2014, prévoit en son article 3 relatif au droit des sociétés que l'article 1843-4 sera modifié « pour assurer le respect par l'expert des règles de valorisation des droits sociaux prévues par les parties. » Les ordonnances à intervenir interviendront au plus tard au début septembre 2014.

Cette loi va donc remettre en cause la distinction à ce jour observée dans la latitude laissée à l'expert par rapport aux méthodes prévues par les parties dans le cadre de l'application de l'article 1843-4. Le projet d'ordonnance prévoit d'ailleurs de restreindre le domaine de l'article 1843-4 aux seules cessions et rachats prévus par la loi, à l'exception donc de ceux prévus par des conventions statutaires ou extra statutaires.⁽²⁾

I. La liberté de l'expert est bornée par le caractère contraignant des méthodes d'évaluation

A. Les principales méthodes d'évaluation

1. Présentation

Les principales méthodes utilisées par les experts en évaluation peuvent être regroupées en trois catégories :

(1) Cass. com., 11 mars 2014, n° 11-22915, FS-PBRI, Marc c/ SA Crocus Technology - Jurisdata n° 2014-004384

(2) Dr. sociétés, mai 2014, o. 17, note R. Mortier.

Approche par les flux	Principe : La valeur des fonds propres est calculée en actualisant les flux de trésorerie futurs à un taux d'actualisation approprié Méthodes DCF (Discounted Cash Flow), DDM (Dividend Discount model), excess earnings, etc.
Approche par le marché	Principe : La valeur des fonds propres est calculée en appliquant les multiples observés sur le marché aux agrégats de la société considérée Méthodes Comparables boursiers, comparables transactionnels
Approche patrimoniale	Principe : La valeur des fonds propres est calculée en analysant la valeur de l'actif net de la société après réajustement des postes du bilan Méthodes Actif net réévalué

En matière de sociétés cotées, l'expert doit aussi tenir compte du prix de l'action.

2. Avantages et limites de chacune des méthodes

Approche par les flux

Avantages : Elle permet de prendre en compte les spécificités de l'entreprise à évaluer, notamment les paramètres fondamentaux comme la croissance attendue du chiffre d'affaires et des résultats, la rentabilité, etc. ; elle permet aussi de prendre en compte les risques inhérents à son activité.

Limites : Elle nécessite pour être mise en œuvre des prévisions fiables. Se pose alors la question de savoir quelle en est la source : l'expert ou le management ?

Cette approche est sensible aux différents paramètres du modèle et en particulier au taux de croissance à long terme qui joue sur la valeur terminale, dont le poids dans la valeur totale peut dépasser 100 % (cas des *start up*).

Cette approche est souvent considérée comme la plus pertinente. Elle repose pourtant sur la nécessité de disposer d'un *business plan* fiable et sur la pertinence de la valeur terminale retenue.

Approche par le marché

Avantages : Elle permet de tenir compte de l'équilibre entre l'offre et la demande et donne au vendeur une indication sur la valeur de marché des titres.

Elle permet de recouper par un multiple une valeur obtenue par une autre méthode.

Limites : Elle ne permet pas de prendre en compte les changements d'activité futurs éventuellement prévus sur le court terme.

Elle repose sur une comparaison avec des sociétés qui sont rarement parfaitement comparables. Selon les transactions observées, les multiples peuvent inclure le paiement de synergies spécifiques à l'acquéreur ainsi que des primes de contrôle.

Cette approche est souvent utilisée à titre de « contrôle de cohérence », en association avec une autre méthode d'évaluation. Cependant, elle nécessite de nombreux retraitements afin de rendre les données comparées le plus comparable possible.

Approche patrimoniale

Avantages : Facile à appliquer en théorie car elle repose essentiellement sur le bilan de la société. Elle permet de prendre en compte tous les actifs et passifs.

Limites :

- nécessité d'évaluer les actifs incorporels dont la valeur n'est pas toujours facilement appréhendable ;
- sous-estime souvent la valeur de la société car elle repose sur les performances passées et non les performances futures ;
- si les actifs sont réévalués, ils peuvent l'être à l'aide de la méthode des flux et la méthode patrimoniale peut s'avérer redondante.

Cette approche est souvent utilisée pour la valorisation de holdings ou de sociétés en liquidation.

B. Les limites de la liberté de l'expert sur le choix des méthodes

En principe, une approche multicritères est recommandée afin de valoriser une société ou un actif : celle-ci permet en effet de comparer les résultats obtenus par différentes méthodes ; elle permet une réflexion sur les actifs/passifs impactant la valeur de la société en obligeant à rationaliser les écarts constatés entre les méthodes.

En pratique, il n'est pas toujours possible de mettre en œuvre les trois approches. En effet, le choix de l'expert est limité par les contraintes imposées par ces méthodes :

- la nécessité d'un *business plan* fiable pour les méthodes de flux ;
- l'existence de comparables pertinents pour les méthodes de marché ;
- un bilan reflétant la valeur de marché et non la valeur comptable de chacun des actifs et passifs pour les méthodes patrimoniales.

La prise en compte du cours de bourse peut être écartée en cas de liquidité insuffisante du titre.

II. La liberté de l'expert est limitée par le risque d'erreur

A. L'erreur grossière

1. Principes généraux

Seule une erreur « grossière » peut permettre de remettre en cause le rapport d'un tiers expert dans une expertise 1592 ou 1843-4, même si la responsabilité de l'expert peut être engagée pour une simple erreur.

L'erreur « grossière » est une notion jurisprudentielle et est généralement définie comme l'erreur qu'un technicien normalement soucieux de ses fonctions ne saurait commettre⁽³⁾. Il n'existe pas de définition légale, la Cour de cassation appréhende au cas par cas.

a. Application aux expertises 1592

Le tiers expert doit respecter les stipulations des conventions liées à son travail d'évaluation (lettre de mission, pacte d'actionnaires, etc.). Sauf interdiction formellement écrite dans les contrats, l'expert a cependant la possibilité d'interpréter les clauses des différents contrats et donc d'adapter sa mission : le problème réside dans les limites de son pouvoir d'interprétation (v. *infra*, III).

b. Application aux expertises 1843-4

Le principe de cet article repose sur la force obligatoire de l'évaluation faite par l'expert.

Cependant, l'expert ne peut modifier le sens de la mission qui lui a été confiée, notamment en sortant de son cadre juridique.

2. État actuel de la jurisprudence

a. Expertise 1592

Selon la jurisprudence⁽⁴⁾, il n'y a pas d'erreur « grossière » si :

- le tiers expert n'a pas tenu compte de l'impôt pour apprécier la valeur d'une société⁽⁵⁾ ;
- le tiers expert a consulté tous les documents indispensables et effectué toutes les investigations nécessaires même s'il a appliqué des méthodes ne permettant pas de vérifier les calculs effectués et a écarté les rapports non contradictoires versés par les parties⁽⁶⁾.

b. Expertise 1843-4

Selon la jurisprudence⁽⁷⁾, une erreur « grossière » peut notamment être reconnue si :

- l'expert omet un actif important de la société dans son évaluation. Par exemple : absence de prise en compte d'options d'achats sur des terrains industriels, non inscrits à l'actif du bilan mais dont la valeur économique était significative ;
- l'expert évalue l'entreprise en valeur liquidative au lieu de « going

concern » ;

- l'expert fait preuve d'une partialité manifeste ;
- l'expert interprète trop largement les points litigieux de la comptabilité⁽⁸⁾ ;
- l'expert ne retient pas la date la plus proche de l'expertise comme date d'évaluation.

L'erreur grossière est souvent plus d'ordre juridique que technique.

B. Erreur simple et marge d'appréciation

Entre deux rapports d'expert, des écarts, parfois significatifs, sont souvent constatés. Ceci peut notamment s'expliquer par le fait que la théorie financière ne fournit pas de réponse univoque à un certain nombre de questions.

Il faut cependant distinguer ce qui relève de la différence d'appréciation entre experts, c'est-à-dire notamment l'opinion qu'un autre évaluateur pourrait avoir des prévisions retenues ou de la méthodologie utilisée, avec ce qui correspond à des erreurs dans l'accomplissement de la mission de l'expert.

Nous allons évoquer différentes sources de différences d'appréciation.

1. Les paramètres du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation est souvent l'objet de différences significatives de point de vue entre les experts.

En effet, chacun des paramètres qui composent le taux d'actualisation (taux sans risque et prime de risque) est une source de débats, en particulier dans un contexte de crise économique où les facteurs peuvent varier fortement d'une année sur l'autre et d'un pays à l'autre :

prime de risque = Beta x prime de risque des actions + primes spécifiques (taille, illiquidité).

Cependant, la formule du MEDAF ($Rf + \beta * [E(Rm) - Rf]$) est généralement reconnue et utilisée par les experts en évaluation pour estimer le coût des fonds propres

Ainsi, l'oubli d'un des paramètres de la formule du MEDAF dans le calcul du taux d'actualisation pourrait être considéré comme une erreur (non grossière), mais le chiffrage de chacun des paramètres de la formule et la source retenue pour les estimer relèvent plus de la marge d'appréciation de l'expert, sauf erreur manifeste du type :

- erreur de date de référence ;
- erreur de mesure (béta) ;
- erreur de référentiel (taux sans risque).

2. L'exemple du choix des comparables

La mise en place des approches de marché (multiples boursiers, multiples transactionnels) requiert l'identification d'un panel de sociétés comparables.

Les critères de comparabilité sont nombreux (secteur d'activité, taille de la société, maturité de l'activité, rentabilité, etc.) et la pertinence de chacun d'eux peut être débattue, d'autant plus qu'il est souvent difficile d'identifier des sociétés comparables en tous points à la société à évaluer.

(8) Cass 1^{re} civ., 25 nov. 2003, n° 00-22089

(3) A. Viancier, JCP E 1988, I, 15212.

(4) « La détermination du prix prévue à l'article 1592 du Code civil – État actuel de la jurisprudence », Rapport du groupe de travail et de réflexions, D. Tricot, P. Matet, C. David, J.-P. Lucquin, E. Kleiman, D. Faury, J.-L. Fournier, nov. 2012.

(5) Cass. com., 4 nov. 1987, n° 86-10027.

(6) Cass. com., 22 avr. 1976, n° 74-14896

(7) « L'évaluation à dire d'expert prévue à l'article 1843-4 du Code civil – État actuel de la jurisprudence », Rapport du groupe de travail et de réflexions, D. Tricot, P. Viatet, J. Gondran de Robert, J.-P. Lucquin, E. Kleiman, D. Faury, J.-L. Fournier, nov. 2011

Les multiples des sociétés/transactions identifiées sont ensuite appliqués aux agrégats de la société à évaluer (un multiple de chiffre d'affaires sera appliqué au chiffre d'affaires, un multiple d'EBITDA à l'EBITDA [« *Earning before interest tax depreciation and amortization* »], etc.).

Le choix des sociétés comparables et des multiples à appliquer relève plutôt de la marge d'appréciation de l'expert. En revanche, l'application d'un multiple d'EBITDA à un autre agrégat que l'EBITDA doit être considérée comme une erreur.

3. Le choix des hypothèses de long terme du *business plan*

La mise en place d'une approche de flux (« *discounted cash flow* » [DCF], « *dividend discount model* » [DDM]) repose sur des flux de trésorerie issus d'un *business plan*, à plus ou moins long terme.

Afin d'estimer la valeur d'une société à l'infini, une valeur terminale doit être estimée, sur la base d'un flux considéré comme « normatif ».

Un expert peut être amené à faire un certain nombre d'hypothèses afin de construire ce flux normatif : il doit notamment considérer un taux de marge raisonnable, qui pourra être atteint à l'infini, un taux de croissance long terme des activités de la société, etc.

Chacune de ces hypothèses est sujette à discussion, et il est difficile de dire ce qui peut relever d'une erreur dans ce cas, tant la marge d'appréciation de l'expert est grande sur l'évolution future des *business plans*.

Ceci peut d'ailleurs être illustré par les écarts constatés entre les objectifs de cours de bourse des analystes pour une société donnée.

4. L'exemple des décotes

La prise en compte de décotes de minorité ou d'illiquidité fait l'objet d'une littérature abondante et donne régulièrement lieu à des publications de groupes de travail de professionnels en évaluation⁽⁹⁾.

Le débat sur la pertinence de l'utilisation de telles décotes est fréquent, notamment parce qu'il est compliqué de fixer le niveau de cette décote.

Ainsi, la prise en compte d'une décote (ou à l'inverse d'une prime) devra être étayée par l'expert afin de justifier sa position, la théorie financière ne permettant pas de définir une règle mécanique.

Il sera difficile pour ce type de paramètres de justifier d'une erreur plutôt que d'une différence d'appréciation entre experts.

Il existe cependant des bonnes pratiques recensées par les associations d'évaluateurs.

Notamment, il est possible de s'assurer qu'une décote ne fait pas « double emploi », ce qui constituerait une erreur. Par exemple, la prime d'illiquidité peut être prise en compte via le taux d'actualisation (Ibbotson). Dans ce cas, elle ne peut être aussi appliquée à la valeur actualisée des flux.

5. Autres exemples

Ainsi :

- cohérence des taux de croissance avec les autres données telles que le besoin de fonds de roulement (BFR) et le *cash-flow* disponible ;
- cohérence des taux de rentabilité ;

(9) V. par ex. SFEV (Société française des évaluateurs), Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, 2008.

- variations de BFR.

C. Mise en cause de la responsabilité de l'expert en cas d'erreurs

L'erreur grossière est une condition de contestation de la détermination du prix mais pas une condition nécessaire pour mettre en cause la responsabilité du mandataire.

La responsabilité de l'expert peut être recherchée pour faute sur le terrain du droit commun du mandat (faute, préjudice et lien de causalité)⁽¹⁰⁾.

La recherche de la responsabilité civile professionnelle de l'expert est un moyen de contourner la procédure stricte de l'erreur grossière.

À ce jour, cette approche demeure très théorique, car face à une sur ou sous-évaluation, le juge devrait se prononcer sur la « vraie » valeur et fixer le juste prix en prenant position sur les méthodes employées.

Dans un colloque consacré à ce sujet, M^{me} Favre, présidente de la chambre commerciale de la Cour de cassation, avait évoqué à titre d'exemple le cas d'une faute de calcul, non qualifiée d'erreur grossière mais qui pourrait constituer une faute.

Cependant dans un arrêt de 2007, la cour d'appel de Versailles, après avoir examiné les diligences de l'expert, a conclu à son absence de faute⁽¹¹⁾.

L'expert a néanmoins intérêt à :

- faire signer une lettre de mission qui détaille sa latitude d'interprétation des comptes et autres documents et limite sa responsabilité, définit la date de l'évaluation et fixe les honoraires de la mission ;
- expliquer ses hypothèses et méthodes retenues et écartées pour éviter les contestations ultérieures ;
- rédiger un rapport complet reprenant les débats et observations des parties, listant les documents communiqués et les diligences effectuées.

III. Les problèmes soulevés dans l'exécution de la mission

A. Les problèmes soulevés par l'interprétation des clauses de contrats par l'évaluateur

Considérons les deux exemples figurant dans l'encadré ci-dessous :

(10) Cass. com., 4 févr. 2004, n° 01-13516 : la sous-évaluation du prix par l'expert autorise la recherche de sa responsabilité en réparation du préjudice subi par une des parties, mais la cour de renvoi (CA Versailles, 27 sept. 2005, n° 04-02244) a considéré qu'une simple erreur sur l'application des méthodes ne constituait pas une faute et a débouté le demandeur.

(11) CA Versailles, 7 juin 2007.

Exemple 1 Situation nette corrigée	Exemple 2 Corrections pour déterminer une dette nette
Contexte – Il est demandé d'évaluer, au regard de l'article 1592, la situation nette qui sert de support à une garantie. – La question porte sur la dépréciation du fonds de commerce alors que les accords des parties précisent qu'il s'amortit linéairement sur 10 ans.	Contexte – Afin de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, l'expert doit déterminer une dette nette.
Problèmes soulevés – L'expert a-t-il le pouvoir de le déprécier pour apprécier la situation nette ? – Il va le faire compte tenu de la situation effective de la société et va voir sa responsabilité engagée par la partie mécontente.	Problèmes soulevés – L'expert peut-il prendre en compte les ajustements suivants par rapport à la situation comptable ? • cautions ; • impôts latents et économies d'impôts futures ; • provisions pour risques et charges même si elles ne donnent pas lieu à des décaissements ; • obligations d'investissements de mise en conformité dans la dette nette (latente) ou bien uniquement dans les garanties de passif.

Ces exemples montrent que toutes les situations ne peuvent pas être prévues dans la mission de l'expert et *a fortiori* dans les pactes ou les statuts et soulèvent la question du pouvoir d'interprétation de l'expert.

Il faut à cet égard faire la différence entre le pouvoir d'interpréter les données qui relève de l'expertise de l'expert et celui d'interpréter les clauses du contrat :

- pour l'article 1843-4, la jurisprudence consacre un large pouvoir à l'expert au niveau du choix des méthodes d'évaluation ;
- pour l'article 1592, le pouvoir revient aux parties et, à défaut, au juge pour tout ce qui est d'ordre juridique.

En conséquence, tout ce qui relève des comptes relève de l'expert.

La jurisprudence consacre ainsi un assez large pouvoir d'interpréter à l'expert⁽¹²⁾.

Ce principe a été conforté en 2012⁽¹³⁾ par la Cour de cassation dans une autre affaire.

Ainsi, l'expert a toute latitude pour interpréter sa mission mais ne doit pas dénaturer la convention des parties et est tenu d'apprécier la valeur à la date convenue (art. 1592) entre les parties. Il doit de plus fixer le prix et non pas une fourchette de prix⁽¹⁴⁾.

La doctrine considère donc que l'interprétation est l'accessoire de la mission de l'expert qui doit dire le prix pour sceller la vente (art. 1592).

En conséquence, on ne peut que recommander aux parties de préciser dans leurs contrats et dans la lettre de mission le champ du pouvoir d'interprétation de l'expert.

B. Le problème de l'insuffisance d'informations

Soit l'expert peut surmonter les difficultés, soit il ne peut réaliser sa mission et remet un rapport de carence (art. 1592).

Dans le cadre de l'article 1843-4, il a l'obligation de rendre son rapport en utilisant les informations dont il dispose.

L'expert ne peut s'appuyer sur un juge d'appui pour faire délivrer une injonction de communiquer.

Les parties ont, en revanche, ce pouvoir⁽¹⁵⁾.

C. Le problème du contradictoire

Le problème du contradictoire n'est pas prévu par les textes puisqu'il ne s'agit pas d'une expertise judiciaire.

Cependant, pour réduire ses risques de mise en cause, l'expert a intérêt de le mettre en œuvre durant sa mission.

(12) CA Paris, 25^e ch., 17 sept. 2004, aff. *Skalli* : « la nature de cette mission (qui relève de l'article 1592) qui tend à obtenir dans les meilleurs délais la détermination d'un prix conditionnant la validité même de la vente, emporte pouvoir de ce tiers expert d'appliquer le contrat et de donner, sauf exclusion claire et précise, de fait incompatible avec la célérité requise, leur sens aux clauses de ce dernier dans la mesure où elles se rattachent à la mission sauf à priver de tout intérêt la mission ainsi confiée. »

(13) Cass. 3^e civ., 14 mars 2012, n° 10-25866.

(14) Cass. com., 29 mai 1972, n° 70-13104.

(15) TGI Paris, ord. réf., 11 sept. 2012.

Tableau comparatif des procédures 1592 et 1843-4 du Code civil⁽¹⁶⁾

	Article 1592	Article 1843-4
Origine du texte	Code civil 1804	Loi 1978
Nature	non précisée	d'ordre public
Champ d'application	s'applique généralement dans les promesses unilatérales de vente ou les contrats de vente comportant des clauses de complément de prix (clause d' <i>earn-out</i>), de garanties de passif, etc.	– s'applique obligatoirement dans le cas où il est d'ordre public (rachat ou cession forcé(e) en cas de refus d'agrément) – s'applique facultativement dans les autres cas de cession
Dénomination du tiers	tiers	expert
Compétence de la nomination et forme de la décision	– parties au contrat de vente, et à défaut (si prévu dans le contrat) tribunal ou président du tribunal – ordonnance ou jugement	– président du tribunal – ordonnance en la forme des référés
Mission d'expertise judiciaire	non – expertise <i>sui generis</i>	non – expertise <i>sui generis</i>
Rapport de l'expert	en dernier ressort	en dernier ressort
Procédure contradictoire	fortement recommandée	fortement recommandée
Lettre de mission	fortement recommandée	fortement recommandée
Date d'expertise	selon la convention des parties	la plus proche de l'expertise sauf accord des parties
Choix des méthodes d'évaluation	expert tenu par la convention des parties	expert libre de la méthode retenue
Latitude	possibilités d'interprétation	expert libre de la méthode retenue
Rémunération	conventionnelle	conventionnelle
Caractère du rapport	définitif	définitif
Remise en cause du rapport	erreur grossière, dépassement du mandat	erreur grossière
Responsabilité de l'expert	oui	oui
Date de la vente	date à laquelle le tiers détermine le prix	date de l'acte de vente
Faculté pour le juge de désigner le tiers à défaut d'accord des parties	non	oui
Obligation du tiers de procéder à l'évaluation	non (tant qu'il n'a pas accepté sa mission)	oui

(16) « La détermination du prix prévue à l'article 1592 du Code Civil – État actuel de la jurisprudence », préc.

Conclusion

Les deux types d'expertise 1592 et 1843-4 soulèvent des difficultés quant :

- aux choix des méthodes d'évaluation ;
- à la détermination de la date de l'évaluation ;
- au pouvoir d'interpréter de l'expert.

La jurisprudence n'est pas encore stabilisée en ce qui concerne le choix des méthodes.

L'ordonnance à venir en septembre 2014 par application de la loi du 2 janvier 2014 pourrait cependant généraliser l'obligation faite à l'expert de respecter « les règles de valorisation des droits sociaux prévues par les parties » car elle prévoit de restreindre le domaine de l'article 1843-4 du Code civil aux seules cessions et rachats prévus par la loi, à l'exception donc de ceux prévus par des conventions statutaires ou extra statutaires.

ASSOCIATION DES EXPERTS EN
EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E Lyon)Lettre trimestrielle n°12 – 1^{er} trimestre 2014Sommaire

- Edito du Président
Page 1
- Fiscalité et évaluation
financière : Est-il
réellement
envisageable de
continuer sans
pratiques de place ?
Page 2
- Les litiges post cession
d'entreprise :
évolutions et
caractéristiques de ces
contentieux
Page 5
- Article 1843-4 du Code
civil : Vers le
dénouement de la
saga ?
Page 10
- Clôture des comptes
annuels : évaluer les
titres de participation
dans les PME
Page 13

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

Nous sommes très heureux de vous confirmer la création de l'antenne A3E Ile de France fin 2013, dans le cadre de la volonté de l'association d'ouvrir progressivement des antennes dans les principales places financières régionales françaises. Cette opération est l'occasion pour l'association d'avoir une présence plus active sur la principale place financière de France, d'élargir le champ des compétences liées à l'évaluation, et d'avoir plus de visibilité sur le plan national, ... tout en gardant une cohésion avec les fondements qui ont fait le succès de l'activité lyonnaise.

C'est donc tout naturellement que nous donnons la parole aux membres dynamiques d'A3E Ile de France, sur différents sujets d'actualités liés aux problématiques d'évaluation, tels que la nécessité de développer des bonnes pratiques pour réduire les contentieux fiscaux, l'actualité en matière de contentieux post cessions d'entreprises (GAP, dol,...), et un focus sur « la saga » liée à l'article 1844-3 sur les expertises sur la valeur, au regard d'un arrêt de la CA du 11 mars 2014.

Le dossier spécial de ce trimestre est consacré aux problématiques d'évaluation des titres de participation de PME, dans le cadre des clôtures annuelles.

Nous vous souhaitons une très bonne lecture de ce document encore une fois très riche, grâce à la contribution active des membres de l'association.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

Article 1843-4 du Code civil

Vers le dénouement de la saga ?

Th. SAINT-BONNET, Expert près la Cour d'appel de PARIS

RAPPEL DES EPISODES ANTERIEURS

L'actualité de l'article 1843-4 a été très riche au cours des dernières années.

i) **Arrêt de la Cour de cassation du 4 décembre 2007**

Dès lors qu'un associé est exclu, en application de dispositions statutaires, et qu'il existe une clause d'évaluation des titres, les règles statutaires ne l'emportent pas sur l'article 1843-4 et la désignation d'un expert est obligatoire. Primauté de la loi sur les statuts. Il convient de rappeler que l'article 1843-4 est d'ordre public.

ii) **Arrêts de la Cour de cassation des 5 mai 2009 et 16 février 2010**

En cas d'application de l'article 1843-4, seul l'expert détermine les critères qu'il juge les plus appropriés pour fixer la valeur des droits, parmi lesquels peuvent figurer ceux prévus par les statuts. Mais, l'expert peut s'affranchir des méthodes convenues par les parties. Il a une totale liberté de choix.

iii) **Arrêt de la Cour de cassation du 24 novembre 2009**

Suite à un arrêt d'appel qui relevait que l'article 1843-4 serait applicable, non seulement en cas de cession ou de rachat prévu par la loi ou par les statuts, mais également en cas de cession ou de rachat prévu par des actes extrastatutaires et ce, quand bien même les parties auraient déterminé à l'avance les modalités de calcul du prix de cession, la Cour de cassation rejette le pourvoi car le prix n'avait fait l'objet d'aucune contestation antérieure à la conclusion de la cession.

Cet arrêt ne sécurisait pas totalement les processus de ventes ou les pactes extrastatutaires qui font pourtant la loi des parties (art. 1134 C. civ.).

La doctrine et les praticiens étaient très inquiets de l'évolution de la jurisprudence, qui dénotait une perte d'attractivité du droit français à l'heure où la place vantait par ailleurs ses mérites. Les commentateurs évoquaient « l'impérialisme » de l'article 1843-4 à la lecture d'arrêts successifs.

2. L'ARTICLE 3 DE LA LOI DU 2 JANVIER 2014 HABILITANT LE GOUVERNEMENT A SIMPLIFIER ET A SECURISER LA VIE DES ENTREPRISES

Le projet de loi d'habilitation prévoit de « *simplifier* » l'article 1843-4 car en absence de précision, les pouvoirs de l'expert posent des difficultés pratiques importantes qui font peser une insécurité juridique sur les clauses statutaires ou extrastatutaires définissant une méthodologie d'évaluation des droits sociaux.

Le Gouvernement souhaite modifier la rédaction de l'article 1843-4 pour préciser que l'expert doit notamment prendre en compte des stipulations statutaires ou extrastatutaires prévoyant une méthode de valorisation lorsqu'il détermine la valeur des droits sociaux objets de la cession ou du rachat forcé.

Une telle mesure constitue un juste équilibre entre la nécessaire protection des associés ou actionnaires auxquels la cession ou le rachat est imposé et le respect des conventions librement consenties.

Cette mesure serait applicable à toutes les sociétés et à toutes les hypothèses de cession (légale, statutaire et extrastatutaire) et serait de nature à sécuriser les opérations de cession ou de rachat imposé, nombreuses en droit des sociétés, en mettant fin aux hésitations liées aux interprétations divergentes de la jurisprudence de la Cour de cassation relative aux pouvoirs de l'expert.

Dans l'attente du texte définitif, les experts doivent observer une grande prudence et tenter de « *contractualiser* » leur travail dans le cadre d'une lettre de mission, mais cela n'est pas toujours facile dans un contexte forcément conflictuel.

3. L'ARRET DE LA COUR DE CASSATION DU 11 MARS 2014

La Cour de cassation a pris également conscience de l'évolution souhaitable et souhaitée par les praticiens avocats et experts.

Ainsi, l'arrêt du 11 mars 2014 s'inscrit dans ce mouvement d'ajustement du champ d'application de l'article 1843-4. Très largement diffusé et commenté, l'arrêt établit une distinction entre les cessions forcées et les cessions librement consenties.

Dans cette espèce, un pacte d'actionnaires prévoyait que toute démission ou révocation pour faute grave d'un dirigeant de la société dans les trois ans de la signature du pacte, entraînerait de plein droit promesse, ferme et irrévocable de la part du dirigeant, de céder à la société une partie des actions qu'il détenait dans la société pour leur valeur nominale.

La Cour considère que les dispositions de l'article 1843-4 « *qui ont pour finalité la protection des intérêts de l'associé cédant, sont sans application à la cession de droits sociaux ou à leur rachat par la société résultant de la mise en œuvre d'une promesse unilatérale de vente librement consentie par un associé* ».

Il subsiste des interrogations sur le contenu de l'arrêt : la finalité de ce texte est-elle exclusivement réservée à la protection du cédant ? La société tenue de racheter les droits sociaux, ou les associés, peuvent avoir aussi le plus grand intérêt à ce que la valeur soit établie au juste niveau (ou en équité) par un expert indépendant.

La liberté contractuelle retrouve enfin peu à peu sa place. Il était temps !

En réalité, il s'agit d'un revirement de la jurisprudence de la Cour de cassation car l'arrêt de la Cour d'appel de Grenoble était parfaitement dans la ligne antérieure.

La Cour de cassation établit une distinction entre les cessions forcées et les cessions volontaires. Ce serait dans le premier cas que l'intervention de l'expert de l'article 1843 aurait lieu d'être.

Il faut désormais attendre un prochain arrêt pour se demander si cet arrêt peut être annonciateur d'un retournement plus complet du courant jurisprudentiel en intégrant les dispositions statutaires.

Comme déjà mentionné, il faut aussi attendre la publication du nouveau texte pour connaître le périmètre d'application de celui-ci.

On aperçoit cependant progressivement la fin du feuilleton qui aura fait couler beaucoup d'encre chez les juristes pendant que les experts eux se faisaient un sang d'encre.



6 La responsabilité de l'évaluateur

Didier Faury, Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Compagnie nationale des experts comptables de justice (CNECJ)

Thierry Saint-Bonnet, Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), Compagnie nationale des experts judiciaires en finance et diagnostic (CNEJFD)

Marie-Manuèle Samion, avocat à la cour

Les auteurs de l'article ont animé l'atelier homonyme de la journée CNCC de l'évaluation le 10 octobre 2013.

Sauf pour le tiers évaluateur du code civil qui fixe un prix s'imposant en principe aux parties et au juge, la mission de l'évaluateur débouche sur la formulation d'un avis sur une évaluation. Si dans la plupart des types de mission, l'évaluateur engage en premier lieu sa responsabilité contractuelle à l'égard de son contractant, sa responsabilité délictuelle peut être retenue à l'égard des tiers au contrat et pour les experts judiciaires, commissaires aux comptes, commissaires aux apports et à la fusion.

TYPOLOGIE DES MISSIONS D'ÉVALUATION

La finalité des travaux d'un expert en évaluation d'entreprises ou de droits sociaux est concrétisée par un rapport. L'expert formule une opinion ou un avis qui matérialise sa démarche et constitue le produit attendu par le commanditaire de l'évaluation financière.

La cartographie des missions d'évaluation se divise en trois branches décrites ci-après.

Les évaluations contractuelles ou expertises « privées »

Les expertises « privées » sont courantes dans la vie des affaires dès lors qu'il s'agit de rassembler les éléments nécessaires à l'administration de la preuve ou de donner un avis technique.

► **L'expertise amiable.** L'expertise amiable est une expertise extrajudiciaire diligentée à la demande conjointe des parties concernées, en vertu d'une clause contractuelle ou d'un accord qui aboutit à désigner un expert d'un choix commun ou, en cas de désaccord, à la désignation d'un expert par chacune des parties en cause.

En principe, les conclusions de l'expert amiable ne constituent qu'un avis, une base de discussion pour les parties à la recherche d'un accord.

► **L'expertise officieuse.** Le qualificatif d'« officieux » ne doit souffrir d'aucune acception péjorative. Au sens commun, est officieux ce qui émane d'une source autorisée tout en n'ayant pas l'authenticité garantie. En pratique, il s'agit de mission de conseil.

L'expert officieux remet, en général, un rapport ou une note technique.

La responsabilité de l'évaluateur

Les évaluations par ordre de la loi

MISSIONS DE TIERS ÉVALUATEUR DU CODE CIVIL

► L'« arbitre » de l'article 1592. Le technicien doit fixer irrévocablement le prix définitif des droits sociaux à la demande des parties. Ce processus concerne également des clauses d'ajustement ou de complément de prix, les garanties d'actif et de passif, les pactes d'actionnaires...

► L'« expert » de l'article 1843-4. Cet article, qui apparaît dans tous les statuts des sociétés civiles et commerciales, a vocation à s'appliquer dans de nombreuses circonstances. Il s'applique dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé ou le rachat de ceux-ci par la société s'il existe une contestation.

La raison d'être de l'expert est « d'arbitrer », afin que l'associé obligé de céder ses droits ne soit pas spolié ou exclu.

Le tiers estimateur, qui n'est ni un arbitre ni un expert (judiciaire), fixe un prix qui s'impose aux parties et au juge, sauf faute grossière.

MISSIONS D'ÉVALUATION RESSORTANT DU CODE DE COMMERCE

► Le commissaire aux comptes. Les commissaires aux comptes pratiquent l'évaluation dès lors qu'il s'agit d'estimation. Ils appliquent la norme d'exercice professionnel 540 « Appréciation des estimations comptables ».

► Le commissaire aux apports. Lors de la constitution de la société, en cas d'augmentation de capital, en cas d'apport en nature, les commissaires aux apports apprécient la valeur des apports.

► Le commissaire à la fusion. Les commissaires à la fusion vérifient que les valeurs attribuées aux droits sociaux des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et que le rapport d'échange est équitable.

► Le commissaire aux avantages particuliers. En cas d'émission d'actions de préférence ou de stipulations d'avantages particuliers, les commissaires ad hoc vérifient le caractère licite des avantages particuliers, puis, s'ils le peuvent, apprécient l'évaluation de ceux-ci.

Pour ces missions, les intéressés n'interviennent qu'en second rang, car ils formulent un avis sur l'évaluation qu'on leur propose.

AUTRES MISSIONS LÉGALES OU RÉGLEMENTAIRES

Elles proviennent d'obligations issues du code du travail ou prescrites par l'AMF.

Les évaluations sur désignation judiciaire

► L'expertise de justice. Le recours à l'expertise in futurum est possible pour évaluer les droits sociaux en vue d'exercer une action en justice.

L'expert peut également être désigné par le juge du fond sur la base des articles 263 et suivants du code de procédure civile.

► L'expertise de gestion. Les associés minoritaires de certaines sociétés (SA, SAS, SARL...) peuvent demander en justice la désignation d'un expert chargé de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion.



Évaluation : technique et normalisation

LA PRATIQUE DE L'ÉVALUATION

Le corpus

La faute éventuelle de l'évaluateur doit s'apprécier au regard du respect d'un référentiel ou de pratiques généralisées. Or, une difficulté peut exister à cet égard car :

- il n'existe pas de définition légale de la valeur ;
- il y a parmi les évaluateurs une grande diversité des intervenants, ce qui rend plus difficile l'application de règles.

Cependant :

- les méthodes d'évaluation constituent un corps de conventions généralement admises et de « bonnes pratiques » mises en œuvre par les évaluateurs ;
- divers organismes nationaux et internationaux s'efforcent de définir un ensemble structuré de principes et de règles susceptibles de faire l'objet d'un consensus ;
- il existe de nombreuses recherches en matière de principes fondamentaux, méthodes de travail et déontologie.

Les méthodes généralement utilisées

Les méthodes utilisées par les praticiens sont issues de ces études doctrinales et académiques. Il convient donc de définir, d'une part, les méthodes généralement utilisées, d'autre part, la nécessité ou non d'avoir recours à plusieurs méthodes.

L'AMF distingue parmi celles-ci :

- les approches analogiques qui reposent sur l'utilisation de données de valorisation issues de transactions sur des entités considérées comme comparables. Elles nécessitent la construction d'un référentiel présentant des perspectives de croissance, une rentabilité et une intensité capitalistique proche de la société à évaluer ;
- les approches intrinsèques qui s'appuient sur l'étude de caractéristiques propres de l'entité à évaluer, ses risques et sa rentabilité. Les principales méthodes intrinsèques comportent deux grandes familles développées ci-après.

LA MÉTHODE PATRIMONIALE

Celle-ci correspond à une juxtaposition d'éléments à évaluer indépendamment les uns des autres à partir du bilan modifié et complété. Elle conduit à un ANR (actif net réévalué) : valeur des actifs moins les dettes.

Les actifs peuvent comprendre le « goodwill », c'est-à-dire la valeur des éléments immatériels qui trouvent leur origine dans une rentabilité supérieure à ce que l'on serait en droit d'attendre compte tenu de la nature des actifs détenus.

Il s'agit d'une méthode simple que d'aucuns considèrent comme dépassée. Mais elle peut être pertinente pour les sociétés immobilières et les sociétés holdings (toutefois les filiales de ces sociétés sont elles-mêmes à évaluer selon les méthodes les plus appropriées).

MÉTHODES PRENANT EN COMPTE LES FLUX FUTURS

► *L'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).* Cette méthode est cohérente avec la théorie financière selon laquelle un actif n'a de valeur que par les flux qu'il peut générer dans le futur. La valeur d'un actif ou d'une entreprise est ainsi égale à la somme des flux de trésorerie futurs actualisés à un taux qui reflète l'aléa lié à ces flux. Plus l'aléa est grand, plus le taux d'actualisation est élevé.

La responsabilité de l'évaluateur

Le flux de trésorerie est généralement celui qui est à la disposition de tous les apporteurs de fonds et la valeur obtenue est dite « valeur d'entreprise ». De cette valeur d'entreprise doit être déduite, pour obtenir la valeur des capitaux propres, la dette financière nette.

Cette méthode est aujourd'hui considérée comme la plus pertinente des méthodes, mais elle est peu utilisée pour les PME.

► *La capitalisation d'un flux normatif.* La capitalisation de ce flux de référence donne la valeur d'entreprise. La méthode est mise en œuvre lorsqu'il n'existe pas d'éléments prévisionnels fiables. Elle correspond à une simplification du DCF puisque l'on considère des flux constants.

La méthode est applicable à des PME en régime de croisière.

► *L'actualisation des dividendes futurs.* La méthode est généralement applicable aux participations minoritaires. Elle repose sur l'anticipation de la politique de distribution et de l'hypothèse de croissance à long terme des dividendes.

RÉFÉRENCES DE VALEUR

À côté des méthodes d'évaluation proprement dites, l'AMF fait également mention de références de valeur :

- le cours de bourse ;
- les transactions récentes sur le capital de la société ;
- les cours cibles des analystes.

Concernant l'utilisation de plusieurs méthodes

Il est généralement recommandé de mettre en œuvre plusieurs méthodes.

► Ainsi, dès 1977, la COB, aujourd'hui AMF, a recommandé d'appliquer une approche dite « multicritères » qui repose sur la mise en œuvre de plusieurs méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

Le fisc évoque plutôt une combinaison de ces méthodes (assortie d'une moyenne).

L'évaluateur définit, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée.

L'analyse multicritère est un « moyen privilégié » (AMF) pour éclairer les destinataires de l'évaluation.

► *La démarche multicritère doit conduire l'expert :*

- à mettre en œuvre les différentes méthodes d'évaluation lorsqu'elles sont pertinentes (AMF) ;
- à confronter les résultats obtenus aux références disponibles (opérations sur le titre, cours de bourse...) ;
- à expliquer clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier ou à exclure telle ou telle méthode par rapport à une autre.

► *Le principe d'examen critique (AMF) doit conduire l'évaluateur à considérer les données qui lui sont fournies avec un œil critique :*

- distinction des données historiques certifiées des données non certifiées ;
- distinction des données historiques des données prévisionnelles (caractère raisonnable du plan d'affaires).



Évaluation : technique et normalisation

LES FONDEMENTS ET LA NATURE DE LA RESPONSABILITÉ CIVILE DE L'ÉVALUATEUR

Principe

► Dans la plupart des cas, l'évaluateur intervient dans le cadre d'un contrat qui le lie à celui ou ceux qui font appel à lui (contrat d'entreprise pour l'expert amiable, mandat pour l'arbitre ou l'expert des articles 1592 et 1843-4 du code civil) et il sera responsable de l'inexécution de ses obligations contractuelles à l'égard de son contractant (responsabilité contractuelle).

Mais il peut aussi engager sa responsabilité à l'égard de tiers au contrat subissant un dommage du fait d'une faute dans l'exécution du contrat.

► Dans ce dernier cas, tout comme dans ceux où l'on retient que l'évaluateur n'agit pas dans le cadre d'un contrat (expert judiciaire à l'égard des parties, commissaire aux comptes, aux apports, à la fusion pour une partie de la doctrine et de la jurisprudence), il engage sa responsabilité délictuelle pour les fautes qu'il commet et qui causent à autrui un dommage.

Les conditions de la responsabilité contractuelle

Pour avoir droit à réparation, la victime (qui doit être partie au contrat) doit établir une inexécution contractuelle (inexécution ou mauvaise exécution) et un dommage prévisible.

L'INEXÉCUTION CONTRACTUELLE

► La source principale des obligations dont l'inexécution engage la responsabilité du contractant est le contrat, mais aussi ce qui en découle, à savoir l'obligation de bonne foi (c. civ. art. 1134, al. 3 C), les suites du contrat (c. civ. art. 1135), la loi, les usages et la jurisprudence.

► La preuve de l'inexécution dépendra de la nature de l'obligation (de moyens ou de résultat), laquelle découle de la lettre du contrat, de l'existence éventuelle d'aléa et du rôle du créancier.

L'obligation est de moyens quand le débiteur a promis de faire toute diligence pour exécuter l'obligation contractuelle concernée. Le créancier de l'obligation doit alors prouver la faute du débiteur dans l'exécution du contrat. La faute est appréciée « in abstracto » par comparaison avec le comportement d'un homme, dans notre cas du professionnel, raisonnable placé dans la même situation.

L'obligation est de résultat quand le débiteur a promis un résultat déterminé (par exemple, respect d'un délai). L'absence de ce résultat établira alors l'inexécution.

UN DOMMAGE PRÉVISIBLE

Quant à la prévisibilité du dommage, elle a trait non pas à la cause du dommage, mais à son montant (on n'est tenu que par ce que les parties ont pu prévoir lors de la conclusion du contrat).

Les « clauses limitatives de responsabilité »

À l'égard de son cocontractant, le contractant peut limiter sa responsabilité par des clauses spécifiques qui s'imposent au juge si elles sont claires et précises (c. civ. art. 1156) et si elles ne portent pas sur l'obligation essentielle du contrat (ne le vide pas de tout sens) ou sur une obligation d'ordre public :

A. L'expertise amiable

L'expertise amiable est une expertise extrajudiciaire diligentée à la demande conjointe des parties concernées, en vertu d'une clause contractuelle ou d'un accord qui aboutit à désigner un expert d'un choix commun, ou en cas de désaccord à la désignation d'un expert par chacune des parties en cause.

La convention organisant l'intervention de l'évaluateur est soumise, pour sa validité, aux conditions de fond et de forme habituelle en matière contractuelle. Elle prend le plus souvent la forme d'un acte sous seing privé : la lettre de mission. Ce contrat doit fixer les modalités juridiques d'intervention et notamment l'étendue de la mission qui lui est confiée, le délai qui lui est imparti pour établir son rapport et définir sa rémunération.

L'expert amiable est un simple mandataire ; il est donc choisi par les parties. Il peut ou non figurer sur une liste d'experts ou de commissaires aux comptes dressée par une cour d'appel. En revanche, il doit avoir une compétence avérée en matière d'évaluation d'entreprises.

La convention doit définir précisément la mission confiée aux experts amiables. Elle devra préciser l'objet poursuivi et les moyens à employer pour l'atteindre.

L'expert amiable doit veiller à ce que le principe du contradictoire soit respecté bien que sa mission ne soit pas visée par le Code de procédure civile. Il s'agit de respecter un juste équilibre afin qu'aucune des parties ne soit désavantagée.

L'expertise amiable aboutit à l'élaboration d'un rapport qui est remis à chacune des parties, c'est la traduction matérielle du produit de l'expertise.

En principe, les conclusions de l'expert ne constituent qu'un avis, une base de discussion pour les parties à la recherche d'un accord. En matière d'évaluation d'entreprises, on peut penser à la négociation ouverte entre associés souhaitant se céder des droits sociaux et sollicitant un expert pour leur donner un avis autorisé.

Il faut noter que l'expertise amiable diffère de l'arbitrage dans la mesure où l'évaluateur, désigné d'un commun accord entre les intéressés, comme peut l'être l'arbitre, n'a aucun pouvoir de décision de nature juridictionnelle, telle une sentence arbitrale.

L'expertise amiable en matière d'évaluation de droits sociaux doit aussi être distinguée des missions du tiers estimateur (8) qui aboutissent à une décision irrévocable de l'évaluateur qui s'impose aux parties et au juge (sauf l'exception de l'erreur grossière du technicien ou de dol). Ces missions seront évoquées ci-après.

(8) C. civ., art. 1592 et 1843-4.

(9) Mission d'évaluation, Guide pratique (2012), Ordre des experts-comptables.

B. L'expertise officieuse

Le qualificatif d'« officieux » ne doit souffrir d'aucune acception péjorative. Il s'agit d'une qualification par défaut, faute pour la pratique traditionnelle d'avoir trouvé une expression plus appropriée.

Au sens commun, est officieux ce qui émane d'une source autorisée tout en n'ayant pas l'authenticité garantie. Par ailleurs, cet adjectif vient du latin *officiosus*, de *officium* qui signifie service rendu. L'expression adéquate serait certainement expertise « privée », si celle-ci ne recouvrait pas également l'expertise amiable.

Il fallait bien distinguer les expertises « privées » (amiables et officieuses) des expertises « de justice ». La Cour de cassation fait état, dans le bulletin d'information n° 632, d'expertise « unilatérale », définie comme extrajudiciaire et sollicitée par une partie auprès d'un expert qu'elle rémunère.

Par définition, le choix du technicien est entièrement libre et sa mission est définie avec le commanditaire.

La lettre de mission doit définir le contexte et la définition de la mission. Elle indique également l'objet et le périmètre de celle-ci. L'évaluateur mentionnera la démarche générale de valorisation et la nature des diligences à mettre en œuvre, les modalités d'intervention, la limite des travaux, le destinataire du rapport et sa confidentialité...

Il pourra également insérer des clauses particulières limitant sa responsabilité et la durée de la prescription dans le respect des dispositions légales et de la jurisprudence en la matière (9).

En pratique, les missions d'expertise officieuse sont des missions de conseil. On songe à l'expert-comptable de l'entreprise chargé de donner aux dirigeants un avis sur la valeur des droits sociaux de celle-ci en vue de les aider à remplir leurs obligations fiscales.

L'expert officieux remet en général un rapport ou une note technique. Il s'agit pour l'évaluateur de donner un conseil éclairé. Le mandant est toujours libre de suivre partiellement ou en totalité l'opinion du technicien. Il peut aussi ne pas retenir les conclusions de l'évaluateur.

Les conclusions des expertises officieuses et amiables peuvent venir à l'appui des prétentions des parties devant le juge. Celui-ci peut y puiser des informations, voire ordonner une expertise judiciaire, mais il faut que ces rapports soient régulièrement versés aux débats et soumis à la discussion contradictoire des parties.

III. Les évaluations par ordre de la loi

Les expertises légales « obligatoires » mériteraient une étude exhaustive. Ne seront envisagées ici que les principales missions concernant l'évaluation des sociétés ou de droits sociaux.

A. Les missions dévolues par le Code civil

1. La fixation du prix par un tiers : les missions d'évaluation irrévocable à dire d'expert (10)

Deux dispositions du Code civil sont consacrées au tiers chargé de fixer le prix de cession de droits sociaux. Il y a coexistence de deux régimes distincts qui ont des points communs, mais aussi des différences notables.

a « L'arbitre » de l'article 1592. L'article 1592 du Code civil s'inscrit au titre VI, mais au chapitre 1^{er} « De la nature et de la forme de la vente ».

Il convient de rappeler préalablement la rédaction de l'article 1591 : « Le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties », puis celle de l'article 1592 : « Il peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers ; si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation il n'y a point de vente ».

Il existe une forte divergence d'appréciation entre les juristes et les experts sur le constat de non-accord sur le prix. Le doyen Carbonnier écrivait à propos de la validité de la clause par laquelle le soin de fixer le prix est confié à un tiers (*arbitrator*, dit-on, non pas arbitre véritable, car il n'y a pas litige à régler, mais contrat de vente à faire fonctionner) (11). À cet égard, pour le praticien, le désaccord sur le prix est un véritable litige, même s'il ne se règle pas par application d'une règle de droit.

La décision du tiers a le caractère d'un élément constitutif de l'accord des parties. En définitive, l'évaluateur parachève le contrat de vente en fixant le prix définitif des titres cédés.

b « L'expert » de l'article 1843-4. Cet article, qui est inclus dans les statuts des sociétés civiles et commerciales, vise de nombreuses hypothèses.

Il s'applique dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux ou le rachat de ceux-ci par la société s'il existe une contestation. Il a vocation à protéger l'associé minoritaire.

c Application impérative de l'article 1843-4. Les dispositions de l'article 1843-4 sont d'ordre public. Il n'est donc pas possible d'y déroger, que ce soit statutairement ou conventionnellement.

Les parties ne peuvent donc pas y échapper lorsque l'opération envisagée entre dans le champ d'application de ce texte, c'est-à-dire si la cession a été prévue et s'il y a contestation sur la valeur donc sur le prix des droits sociaux. Ces conditions sont cumulatives.

Les cessions prévues par la loi ou les statuts concernent les hypothèses suivantes :

- retrait, décès, empêchement d'un associé ;
- refus d'agrément.

La Cour de cassation semblait avoir étendu l'application de l'article 1843-4 aux cessions prévues par un pacte extrastatutaire, mais la

chambre commerciale a décidé, aux termes d'un arrêt du 11 mars 2014, que les dispositions de l'article 1843-4 du Code civil, qui ont pour finalité la protection des intérêts de l'associé cédant, sont sans application à la cession de droits sociaux ou à leur rachat par la société résultant de la mise en œuvre d'une promesse unilatérale de vente librement consentie par un associé. Cette décision, quelque peu inattendue, mais souhaitée par la doctrine et les praticiens, devrait tancer la source d'un contentieux qui risquait de devenir important et qui remettait en cause la volonté des parties.

d Contrairement à une lecture littérale des deux articles, le tiers n'est ni un arbitre, puisqu'il a pour vocation non pas de régler un litige déjà né, mais de fixer un élément de la convention, ni un expert (judiciaire) au sens du Code de procédure civile.

e Le tiers peut être désigné par les parties. S'il y a absence d'accord entre elles dans le cadre de l'article 1592, la cession est nulle pour indétermination du prix. En effet, le juge ne peut pas se substituer aux parties pour le désigner, à moins qu'elles n'aient expressément prévu son intervention.

En revanche, dans le cadre de l'article 1843-4, en cas de désaccord entre les parties sur le choix de l'expert, le technicien est désigné par ordonnance du président du tribunal compétent.

f Le tiers désigné par application de l'article 1592 doit avoir accepté sa mission, sous peine de rendre la vente impossible.

Aucune précision de ce type ne figure à l'article 1843-4. On en déduit que le tiers désigné en application de ce texte est tenu de procéder à l'évaluation des droits sociaux.

g Dans le cadre de la mission prévue à l'article 1592, le tiers estimateur doit appliquer les dispositions contractuelles relatives à la méthodologie de l'évaluation des titres. Si les prescriptions données ne sont pas suffisamment précises, il peut les interpréter. À défaut d'indication, il est libre de retenir les méthodes qui lui paraissent valables.

S'il est dans l'impossibilité d'évaluer, il n'y a point de vente.

h Au contraire, dans la jurisprudence actuelle, l'expert de l'article 1843-4 n'est pas tenu par les méthodes préconisées par les parties ou les statuts.

Il a toute latitude pour déterminer la valeur des droits sociaux selon les critères qu'il juge opportuns.

Cela n'est pas sans danger pour l'équilibre des conventions contractuelles.

La jurisprudence a, au cours des dernières années, contribué à l'accroissement des pouvoirs de l'expert de l'article 1843-4.

La doctrine et les praticiens ont été quelque peu ébranlés par cette évolution difficilement prévisible.

(10) J. Moury, *Droit des ventes et des cessions de droits sociaux à dire de tiers*, Dalloz Référence 2011. *Cession de parts et actions 2013-2014*, Mémento expert Francis Lefebvre. Actes du XLIX^e Congrès national de la Compagnie nationale des experts-comptables de justice (CNECJ), 8 oct. 2010. « Missions de tiers estimateur (C. civ., art. 1592 et 1843-4) ».

(11) J. Carbonnier, *Droit civil*, n° 970, p. 2012, PUF, Quadriga 2004.

Les revues juridiques ont été attentives à publier les avis les plus autorisés, mais aussi parfois les plus contradictoires.

Devant les difficultés pratiques rencontrées qui ont fait l'objet de commentaires abondants, le Parlement a voté la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser, par voie d'ordonnances, la vie des entreprises.

Il est précisément prévu de modifier l'article 1843-4 pour assurer le respect des règles de valorisation des droits sociaux prévue par les parties. En tout état de cause, on s'achemine vers une diminution des pouvoirs de l'expert. Nonobstant dans l'attente d'un texte définitif il convient d'être particulièrement attentif sur ce sujet qui demeure d'une grande actualité.

1 En principe, la portée de l'évaluation effectuée par le tiers estimateur est irrévocable.

C'est-à-dire qu'elle s'impose aux parties, mais aussi au juge. La décision est sans recours possible.

Cependant, en cas d'erreur grossière du technicien (celle qu'un technicien normalement soucieux de ses fonctions ne saurait commettre) ou de dol, le rapport est annulé.

2 Les frais d'expertise sont fixés contractuellement ou statutairement. En cas de silence des conventions, les juges retiennent le plus souvent une répartition égalitaire entre les parties.

3 Le rapport du tiers estimateur. La mission du tiers estimateur s'achève avec la remise de son rapport. Le rappel de la démarche suivie et de la méthodologie retenue permettront au technicien de justifier de ses diligences en cas de mise en cause de sa responsabilité. Il rend compte ainsi à ses mandants de son obligation. Il est prudent, préalablement à l'émission du document définitif, de soumettre aux parties des conclusions provisoires afin de recueillir leurs observations. Le tiers estimateur conservera trace de ce débat contradictoire et le relatera dans le développement du rapport final.

2. La garantie des défauts de la chose vendue.

« L'arbitrage » par experts de l'article 1644 : de la théorie à la pratique

Cet article se situe également au titre VI du Code civil « De la vente » et plus précisément au paragraphe 2 « De la garantie des défauts de la chose vendue ». Il vise les vices cachés.

L'article 1644 renvoie aux articles 1641 et 1643, traitant, le premier de la garantie, le second, des vices cachés. Il donne le choix à l'acheteur entre soit le droit de rendre la chose et de se faire restituer le prix, soit le droit de garder la chose et de se faire rendre une partie du prix, telle qu'elle sera arbitrée par experts.

La question peut donc se poser de savoir si la révélation d'un passif ignoré lors de la cession de droits sociaux pouvait, ou non, constituer un vice caché des droits cédés, au sens de l'article 1641 du Code civil (12).

En principe, le cessionnaire de droits sociaux doit supporter la charge du passif antérieur à la cession. En se portant acquéreur des titres, il rachète une société avec l'ensemble de ses actifs et de ses passifs.

L'article 1644 est normalement applicable aux cessions de droits sociaux, mais peu de recours sont basés sur ce texte car la pratique a inventé la technique des garanties d'actif et de passif, beaucoup plus efficaces.

En effet, la chambre commerciale de la Cour de cassation considère que le cédant est tenu de garantir l'acquéreur des vices qui interdisent à la société, dont il a acquis les titres, d'exercer l'activité économique constituant son objet social. Tel peut être le cas de l'apparition d'un passif ou de la disparition, ou la diminution d'un actif social dans la mesure où elle aboutit à ce résultat.

En revanche, si le vice n'a pour effet que de diminuer la valeur des titres, il ne permet pas à l'acquéreur de mettre en œuvre la garantie. En d'autres termes, la garantie des vices cachés ne permet pas de garantir la valeur ou la rentabilité des titres, mais seulement la faculté pour leur détenteur d'en jouir conformément à l'objet social de la société.

La restitution de tout ou partie du prix est décidée par le juge après arbitrage des experts, mais elle doit être fixée par ces derniers dans un rapport et s'impose au juge.

3. L'article 505 et la protection du patrimoine des mineurs et majeurs en tutelle

Le tuteur ne peut, sans y être autorisé par le conseil de famille ou, à défaut, le juge, faire des actes de disposition au nom de la personne protégée.

L'autorisation de vendre ou d'apporter en société un immeuble, un fonds de commerce ou des instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ne peut être donnée qu'après la réalisation d'une mesure d'instruction exécutée par un technicien ou le recueil de l'avis d'au moins deux professionnels.

En règle générale, le technicien établit un rapport.

4. Les autres dispositions prévues par le Code civil

En matière de droit des personnes et de la famille, et dans la mesure où des droits sociaux sont concernés, le juge recourt à des expertises : estimation d'immeubles détenus par l'intermédiaire de sociétés civiles immobilières lors du partage d'une indivision successorale, estimation de lots successoraux, dissolution du régime matrimonial...

Il en est de même pour certaines dispositions du contrat de fiducie (art. 2372-3) ou de détermination de la valeur du bien gagé (art. 2348).

Il conviendrait d'examiner plus en détail ces textes dans le cadre d'une étude plus exhaustive sur les expertises obligatoires définies dans le Code civil.

En principe les experts établissent un rapport.

12) M. Devillebichot et R. Berne-Lamontagne, Actes du XXXIII^e Congrès national de la Compagnie des experts-comptables judiciaires (CNECJ) du 21 oct. 1994, « expert-comptable judiciaire et l'évaluation des entreprises ».

B. Les missions dévolues par le Code de commerce : missions d'évaluation directes et indirectes

1. Les missions indirectes

Il peut sembler paradoxal de débiter l'exposé par les missions indirectes, mais en pratique elles sont les plus fréquentes.

En effet, les missions d'évaluation effectuées par les commissaires aux comptes résumées ci-dessous sont des missions d'évaluation de second rang. En pratique, les intéressés se prononcent sur des évaluations qu'on leur soumet. Ils doivent cependant être en mesure de « challenger » les valeurs proposées, ce qui, la plupart du temps conduit les professionnels à réaliser leur propre estimation pour pouvoir la confronter aux valorisations sur lesquelles ils doivent formuler un avis ou une opinion.

2. Le commissaire aux comptes

Certains éléments des comptes ne peuvent pas être mesurés de façon précise et ne peuvent qu'être estimés. Les commissaires aux comptes sont, en conséquence, confrontés aux problématiques d'évaluation dès lors qu'il s'agit de donner une opinion sur une valeur, on songe ici notamment aux titres de participation.

La norme d'exercice professionnel (NEP 540) s'applique aux estimations comptables, y compris les estimations en valeur actuelle et en juste valeur, retenues par la direction pour l'établissement des comptes ainsi qu'à l'information portant sur ces estimations fournie dans l'annexe des comptes.

En fonction des dispositions du référentiel comptable applicable et des caractéristiques de l'actif ou du passif concerné, les estimations comptables peuvent être simples ou complexes et contenir une part plus ou moins importante d'incertitude et de jugement.

Certaines estimations comptables sont susceptibles de n'entraîner qu'un risque d'anomalies significatives faible. Il s'agit, par exemple, des estimations comptables relatives à des opérations courantes.

Les estimations comptables relatives à des opérations non courantes, en raison de leur importance et de leur nature, ou qui reposent sur des hypothèses fortes laissent une place importante au jugement de la direction et peuvent entraîner un risque élevé d'anomalies significatives.

Il en est ainsi des estimations comptables d'instruments financiers pour lesquels il n'existe pas de marché.

Lorsque les estimations comptables laissent une part importante au jugement, les objectifs poursuivis par la direction, qui pourrait, volontairement ou non, orienter le choix des hypothèses sur lesquelles se fondent ces estimations, peuvent entraîner un risque d'anomalies significatives.

En réponse à son évaluation du risque d'anomalies significatives dans les comptes, résultant d'estimations comptables, le commissaire aux comptes conçoit et met en œuvre les procédures d'audit lui permettant de collecter des éléments suffisants et appropriés pour conclure sur le caractère raisonnable des estimations comptables

retenues par la direction, et, le cas échéant, de l'information fournie dans l'annexe sur ces estimations.

Le commissaire aux comptes apprécie si les estimations comptables sont conformes aux règles et principes comptables prescrits par le référentiel comptable applicable.

Le commissaire aux comptes choisit de mettre en œuvre une ou plusieurs des procédures d'audit suivantes :

- vérification du mode de calcul suivi pour procéder à l'estimation ;
- utilisation de sa propre estimation pour la comparer avec l'estimation retenue par la direction ;
- examen du dénouement postérieur à la clôture de l'exercice de l'estimation.

Lorsqu'il procède à la vérification du mode de calcul suivi, le commissaire aux comptes apprécie la pertinence des données de base utilisées et des hypothèses sur lesquelles se fonde l'estimation comptable et contrôle les calculs effectués par l'entité.

Le commissaire aux comptes formule son opinion dans un rapport.

3. Le commissaire aux apports

Lors de la constitution de la société, en cas d'augmentation de capital, en cas d'apport en nature, les commissaires aux apports apprécient la valeur des apports.

En matière d'évaluation, il convient de rappeler que le commissaire aux apports ne conclut pas que la valeur des apports correspond exactement à la valeur figurant dans le traité d'apport. L'un de ses travaux consiste essentiellement à vérifier que les apports ne sont pas surévalués, il peut donc moduler ses contrôles en fonction de cet objectif.

Lorsque les valeurs réelles ont été retenues dans le projet de traité d'apport, le commissaire aux apports :

- vérifie que les méthodes d'évaluation retenues sont pertinentes et s'assure que la confrontation des résultats des méthodes retenues avec celles qui ont été écartées ne remet pas en cause les valeurs obtenues ;
- réalise, le cas échéant, sa propre approche d'évaluation dans un but de contrôle des valeurs proposées ;
- fait éventuellement appel à un expert de son choix, conformément à l'article R. 225-7 du Code de commerce ou demande à la société concernée de recourir à un expert. Cette situation peut se présenter notamment dans le cas de biens incorporels significatifs ou de biens corporels délicats à évaluer ou encore d'estimations de provisions particulières. Il peut dans ce cas-là prendre en considération les termes de la NEP 620 « Intervention d'un expert » ;
- prend en compte, comme référence s'il le juge utile, la valeur attribuée aux éléments apportés dans les comptes consolidés, en particulier lorsque l'apport porte sur des titres.

Lorsque les valeurs comptables ont été retenues dans le projet de traité d'apport, le commissaire aux apports :

— prend connaissance, le cas échéant, de l'opinion des commissaires aux comptes ;

— s'interroge sur la valeur réelle des éléments significatifs comptabilisés. S'il estime que la valeur réelle de certains éléments apportés est inférieure à leur valeur comptable il en tient compte dans son appréciation globale de la valeur des apports et vérifie que des plus-values latentes existent et peuvent ainsi compenser ces différences de valeur ;

— il n'entre pas dans la mission du commissaire aux apports de donner des informations au-delà de celles prévues par les textes et, notamment, lorsque l'apport est réglementairement fait en valeur comptable ; il n'a pas à indiquer dans son rapport qu'elle pourrait être la valeur réelle.

Le commissaire aux apports formule en définitive un avis sur la non-surévaluation des apports dans le cadre d'un rapport.

4. Le commissaire à la fusion

En application de l'article L. 236-10 du Code de commerce, « les commissaires à la fusion vérifient que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et que le rapport d'échange est équitable ».

L'objectif de la mission du commissaire à la fusion consiste ainsi à vérifier que les actionnaires des sociétés en présence ne sont pas lésés.

À cet effet, il met en œuvre des procédures portant sur la vérification des valeurs relatives. Après avoir vérifié la pertinence de ces valeurs relatives, le commissaire à la fusion analyse le positionnement du rapport d'échange au sein de l'intervalle de valeurs relatives qu'il a retenues et prend en compte, dans son analyse, les caractéristiques qualitatives de l'opération.

En outre, il examine la situation des actionnaires des différentes sociétés concernées avant et après l'opération afin de vérifier que le rapport d'échange proposé n'entraîne pas d'appauvrissement durable pour une catégorie d'actionnaires.

En conséquence, il est possible que la vérification de la pertinence des valeurs relatives conduise à des commentaires sur celles-ci, mais que les diligences sur l'appréciation du caractère équitable du rapport d'échange aboutissent à une conclusion favorable.

Il convient donc de faire la distinction entre l'avis sur la pertinence des valeurs relatives et la conclusion sur le caractère équitable du rapport d'échange, cet avis ne constituant qu'une étape dans la conclusion du commissaire à la fusion.

Les observations formulées par le commissaire à la fusion sur les valeurs relatives et sur le rapport d'échange, traduisent son désaccord sur la pertinence des valeurs relatives et sur le caractère équitable du rapport d'échange.

Il convient toutefois de noter que les commentaires sur les valeurs relatives, mêmes s'ils conduisent le commissaire à la fusion à retenir

un intervalle modifié de valeurs relatives, n'impliquent pas nécessairement un désaccord, sur le caractère équitable du rapport d'échange. L'appréciation de ce dernier constitue, en effet, l'objectif ultime de la mission du commissaire à la fusion et sur lequel porte en conséquence sa conclusion.

Le commissaire à la fusion donne son avis dans un rapport.

5. Le commissaire aux avantages particuliers

En cas de stipulation d'avantages particuliers, les commissaires aux apports doivent présenter aux actionnaires un rapport dans lequel ils apprécient leur valeur.

Il en est de même en cas d'émission d'actions de préférence au profit d'un ou plusieurs actionnaires nommément désigné(s) (13).

Les objectifs de la mission du commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers sont :

— d'apprécier la pertinence de l'information, relative à la consistance des droits particuliers et à l'incidence éventuelle sur la situation des actionnaires de l'opération ;

— de vérifier le caractère licite des avantages particuliers, c'est-à-dire de vérifier qu'ils ne sont pas contraires à la loi ;

— lorsque les droits attachés aux actions de préférence sont quantifiables, de mettre en œuvre des diligences lui permettant d'apprécier le mode d'évaluation retenu et sa justification.

En revanche, l'intervention du commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers n'a pas pour objectif :

— de juger du bien-fondé de l'octroi de droits particuliers, lequel procède du consentement des actionnaires.

Le commissaire aux avantages particuliers donne son avis dans un rapport.

Après avoir rappelé les missions d'évaluation par ordre de la loi de caractère indirect, il est temps d'exposer les missions directes prévues par les textes

6. L'article L. 631-19-1 du Code de commerce : l'expropriation légale des dirigeants fautifs

Lorsque le redressement judiciaire de l'entreprise le requiert, le tribunal, sur la demande du ministère public, peut subordonner l'adoption du plan au remplacement d'un ou de plusieurs dirigeants de l'entreprise.

À cette fin, et dans les mêmes conditions, le tribunal peut prononcer l'incessibilité des parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital, détenus par un ou plusieurs dirigeants de droit ou de fait.

De même, il peut ordonner la cession des ces parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital par ces mêmes personnes, le prix de cession étant fixé à dire d'expert.

(13) C. com., art. L. 228-15, al. 1.

Cette disposition rappelle celle de l'article 545 du Code civil, qui prévoit l'expropriation pour cause d'utilité publique moyennant une juste et préalable indemnité.

Les dispositions de l'article L. 631-19-1 du Code de commerce étant de droit strict ne s'étendent pas aux simples associés. Le dirigeant à qui sont appliquées ces dispositions recevra le paiement du prix de cession.

Dans le récent projet de réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives, il était prévu de forcer le consentement des actionnaires récalcitrants ou opposants contrôlant l'entreprise, quitte à les évincer si nécessaire moyennant une procédure de cession forcée des droits sociaux au prix fixé par un expert. On étendait ainsi aux associés le champ d'application, alors que l'article L. 631-19-1 ne visait que les dirigeants. En définitive, l'arbitrage gouvernemental a conduit, devant les risques de censure du Conseil constitutionnel et l'évidente atteinte au droit de propriété, à l'abandon de ce dispositif audacieux dans l'ordonnance du 12 mars 2014.

Le tribunal ordonne la cession forcée des droits sociaux selon l'évaluation de l'expert judiciaire (14).

La décision est susceptible d'appel.

À défaut, pour le tribunal de prescrire une expertise, il pourrait y avoir recours nullité. Le dirigeant pourrait également solliciter, le cas échéant, et notamment en l'absence du respect du contradictoire, la nullité de l'expertise (15).

Puisque le texte évoque une expertise, et comme il est de principe en la matière, la mission de l'expert ne peut être de « décider » la valeur à retenir, mais de donner un avis, qui, en général, est suivi par le juge.

En définitive, il s'agit d'une expertise de justice portant sur une évaluation obligatoire de droits sociaux.

Cependant, il ne peut s'agir que d'une suggestion qui peut être, le cas échéant, contestée par les dirigeants concernés. Ceux-ci peuvent parfaitement solliciter, sous l'appréciation de la juridiction, une contre-expertise.

7. L'article L. 653-9 du Code de commerce : les sanctions de la faillite personnelle

Dans le même esprit, on relèvera les dispositions de l'article L. 653-9 du Code de commerce qui traite de la faillite personnelle et des autres mesures d'instruction.

« Le tribunal peut enjoindre à ces dirigeants ou à certains d'entre eux, de céder leurs actions ou parts sociales dans la personne morale ou ordonner leur cession forcée par les soins d'un mandataire de justice, au besoin après expertise. Le produit de la vente est

affecté au paiement de la part des dettes sociales dans le cas où ces dettes ont été mises à la charge des dirigeants ».

On note que la désignation d'un expert est, dans ces hypothèses, facultative. S'il y a lieu l'expert établira un rapport.

8. L'article L. 225-209-2 du Code de commerce : rachat par une société de ses propres actions

Dans les sociétés anonymes dont les actions ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé, l'assemblée générale ordinaire peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à acheter les actions de la société, pour les offrir ou les attribuer dans certaines hypothèses (16).

L'assemblée générale ordinaire précise les modalités de l'opération et statue au vu d'un rapport établi par un « expert indépendant », dans des conditions définies par décret en Conseil d'État, et sur un rapport spécial des commissaires aux comptes faisant connaître leur appréciation sur les conditions de fixation du prix d'acquisition. Le prix des actions ne peut, à peine de nullité, être supérieur à la valeur la plus élevée, ni inférieur à la valeur la moins élevée figurant dans le rapport d'évaluation de l'expert indépendant communiqué à l'assemblée générale.

Le décret d'application n° 2014-543 du 26 mai 2014 précise que l'expert indépendant est choisi parmi les commissaires aux comptes ou parmi les experts inscrits sur les listes établies par les cours et tribunaux. Il est désigné à l'unanimité des actionnaires ou, à défaut, par le président du tribunal de commerce, sur requête du président du conseil d'administration ou le président du directoire de la société.

L'expert indépendant est soumis aux mêmes incompatibilités que les commissaires aux comptes.

Le rapport de l'expert devrait mentionner les actions objet de l'offre de rachat. Il devrait également commenter les modalités d'évaluation adoptées pour déterminer la valeur minimale et la valeur maximale de ces actions et les motifs pour lesquels elles ont été retenues.

9. Les autres dispositions du Code de commerce

L'article R. 225-171, alinéa 1 précise que le président du tribunal de commerce du ressort du siège social de la société, statuant sur requête, du dirigeant de la société anonyme à participation ouvrière, désigne « l'expert indépendant » chargé de présenter à l'assemblée générale des actionnaires le rapport sur le montant de l'indemnisation proposée aux participants et anciens participants.

L'article R. 225-71, alinéa 2 ajoute que cet expert est choisi parmi les commissaires aux comptes inscrits sur la liste prévue à l'article L. 822-1.

Cet article a été codifié par décret du 27 mars 2007.

(14) Cass. com., 9 févr. 2010, n° 09-10800.

(15) Cass. com., 14 avr. 1992, n° 90-12359.

(16) L. n° 2012-354, 14 mars 2012.

D'autres articles du Code de commerce prévoient le recours à l'expertise pour des opérations concernant les magasins collectifs de commerçants indépendants. Ils sont mentionnés ici pour mémoire.

En revanche, eu égard à leur fréquence, on rappellera que pour le paiement du dividende en actions dans les sociétés par actions non cotées, le prix d'émission des actions est fixé au choix de la société, mais sous le contrôle des commissaires aux comptes, lesquels doivent présenter un rapport spécial à l'assemblée générale :

- soit à dire d'expert, celui-ci étant désigné en justice,
- soit en divisant les capitaux propres du dernier bilan, par le nombre de titres existants.

C. Les missions d'évaluation ressortant du Code du travail

Les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) sont des fonds de placement dédiés aux salariés d'une entreprise. Ils sont gérés par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières de l'épargne salariale. Les FCPE peuvent être investis en valeurs mobilières diversifiées ou en valeurs mobilières émises par l'entreprise.

L'article L. 3332-25 du Code du travail prévoit que tout ou partie de l'épargne recueillie sur un plan d'épargne d'entreprise (PEE) peut être consacrée à l'acquisition de valeurs mobilières émises par l'entreprise ou par une entreprise du même groupe.

Par application de l'article L. 332-17 du Code du travail, lorsqu'un FCPE est investi en titres de l'entreprise et que ceux-ci ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, l'actif de ce fonds doit comporter au moins un tiers de titres liquides. Cette condition n'est pas exigée dans l'un des cas suivants :

- lorsqu'il est instauré un mécanisme garantissant la liquidité de ces valeurs dans des conditions déterminées par décret ;
- lorsque l'entreprise, la société qui la contrôle ou toute société contrôlée par elle, s'est engagée à racheter, dans la limite de 10 % de son capital social, les titres non admis aux négociations sur un marché réglementé détenus par le FCPE.

Dans ce dernier cas, la valeur liquidative du FCPE est publiée au moins une fois par an. Après communication de la valeur d'expertise, les salariés disposent d'un délai de deux mois avant la publication de la valeur liquidative du fonds pour présenter leur demande de souscription, de rachat ou d'arbitrage de leurs avoirs.

L'article 3 du décret n° 2007-1524 du 24 octobre 2007 prévoit que pour l'application de cette disposition la valeur d'expertise de l'entreprise est déterminée selon les modalités prévues à l'article R. 3332-22 du Code du travail et l'employeur doit informer les salariés de cette valeur et de son évolution.

Les titres sont évalués par l'entreprise, sous le contrôle du commissaire aux comptes, au moins une fois par exercice et chaque fois qu'un événement ou une série d'événements intervenus au cours

d'un exercice sont susceptibles de conduire à une évolution substantielle de la valeur des actions de l'entreprise.

Il est, en outre, procédé à une évaluation par experts au moins tous les cinq ans (17).

Afin de sécuriser l'investissement initial des salariés, notamment lorsque les titres souscrits sont cédés par l'un des principaux actionnaires, il est souhaitable que la première évaluation intervienne au moment de la création du PEE ou du FCPE, comme le prévoit l'article R. 332-20 du Code du travail pour toute augmentation de capital.

L'expert définit une méthode de valorisation, qui doit, sauf évolution substantielle de l'activité de l'entreprise ou du groupe ou changement exceptionnel intervenu dans la situation de l'entreprise ou du groupe, être appliquée de façon permanente. L'expert retenu peut être choisi parmi des professionnels, experts-comptables, analystes financiers, entreprises d'investissement ou établissements de crédit, société de gestion de capital-risque, ayant la compétence requise pour valoriser une entreprise ou un groupe d'entreprises non cotées. Compte tenu de son rôle, il est important que cet expert soit indépendant par rapport au commissaire aux comptes et par rapport à l'entreprise et à ses dirigeants.

Lorsque les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, le prix de cession est déterminé conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activité de l'entreprise.

Ces critères sont appréciés, le cas échéant, sur une base consolidée ou, à défaut, en tenant compte des éléments financiers issus de filiales significatives.

Il est cependant souhaitable que cette méthode soit assez facilement compréhensible par les bénéficiaires.

Des dispositions analogues sont reprises également aux articles D. 3324-17 et suivants relatifs à la participation des salariés aux résultats de l'entreprise.

L'avis de l'expert fait l'objet d'un rapport.

D. Les missions définies par l'AMF

L'obligation de désigner un expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires de la société, peut résulter de trois situations distinctes.

La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de faire naître des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de

(17) C. trav., art. R. 3332-23.

nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires qui font l'objet de l'offre (18).

La société visée doit également désigner un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (19).

L'intervention d'un expert indépendant est au même titre requise en cas d'augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse (20).

Le rapport d'expertise a pour objectif de permettre au conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre un avis motivé. Il comprend une attestation d'équité qui conclut sur le caractère équitable du prix de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée.

E. La spécificité fiscale

1. Une omission regrettable dans les articles R. 202-1 et R. 202-3 du LPF

Conformément aux dispositions combinées des articles R. 202-1 et R. 202-3 du LPF, la procédure spéciale d'expertise est de droit, en matière de droits d'enregistrement et d'ISF, lorsqu'elle est demandée par le contribuable ou par l'Administration dans les instances relatives à la détermination de la valeur réelle d'immeubles, de fonds de commerce et de marchandises neuves qui en dépendent, de clientèles, de droit à un bail portant sur tout ou partie d'un immeuble, de navires et de bateaux.

D'emblée un grand absent apparaît dans cette énumération. Les dispositions combinées des articles R. 202-1 et R. 202-3 du Livre des procédures fiscales ne prévoient pas la possibilité de recours à la procédure spéciale d'expertise dans le cadre d'une instance sur la détermination de la valeur vénale de titres sociaux, notamment, non cotés. Cette absence est d'autant plus regrettable que l'évaluation de titres non cotés demeure l'un des exercices les plus complexes en matière d'évaluations des biens. De surcroît, les contestations en matière de droits sociaux sont des plus fréquentes.

Enfin, en raison des divergences existantes entre les approches d'évaluation de l'Administration et celles des contribuables, l'intervention d'un expert « indépendant » éclairerait utilement les instances devant se prononcer sur la valorisation des droits sociaux.

2. La mise en œuvre inachevée de l'article 17 de la loi de finances rectificative pour 2007

Toujours dans le domaine fiscal, on peut rappeler que la loi de finances rectificative n° 2007-1824 du 25 décembre 2007 prévoit, dans son article 17, la possibilité de recourir à des experts pour éclairer les travaux de certaines commissions mixtes appelées à intervenir,

à titre consultatif, dans le cadre de la procédure contradictoire, à savoir :

- les commissions départementales des impôts directs et des taxes sur le chiffre d'affaires,
- la nouvelle Commission nationale des impôts directs et des taxes sur le chiffre d'affaires,
- les commissions départementales de conciliation.

On voit que le contentieux judiciaire (donations, successions, ISF, droits d'enregistrement) et le contentieux administratif (impôt sur le revenu, impôt sur les sociétés) sont visés dans ce texte. Or, en matière d'évaluation de droits sociaux, les contentieux sont fréquents et importants.

L'expert est sollicité par le président de ces commissions, mais sur demande du contribuable, et à ses frais.

Les commissions peuvent communiquer aux experts ainsi sollicités, sans méconnaître la règle du secret professionnel, les renseignements destinés à lui permettre de remplir sa mission. Les experts, de leur côté, sont tenus au secret professionnel.

La possibilité de recourir à un expert s'applique aux propositions de rectifications adressées à compter du 1^{er} juillet 2008.

Cette entrée en vigueur devait être coordonnée avec la mise en place de la nouvelle Commission nationale des impôts directs et des taxes sur le chiffre d'affaires (elle a été instaurée).

Les conditions d'application de ces nouvelles dispositions devaient être précisées parallèlement (ce qui reste à préciser), s'agissant en particulier :

- des modalités pratiques du recours aux experts (moment de leur intervention dans la procédure, formalités requises, etc.) ;
- des conditions éventuelles relatives à leur personne et à leurs qualités (listes spécifiques, experts de justice, commissaires aux comptes... ?) ;
- des conséquences de leurs conclusions sur l'avis rendu par les commissions.

La DGFIP, qui prône par ailleurs le dialogue dans le guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, s'honorerait à mettre cette mesure en œuvre en publiant un texte attendu depuis six ans.

Dans l'attente, et aux termes de l'article 1651 M du Code général des impôts, issu de l'article 17 de la loi du 25 décembre 2007, le président de la commission peut solliciter, à la demande du contribuable et aux frais de celui-ci, toute personne dont l'expertise est susceptible d'éclairer la commission. Le président de la commission ne peut recourir à l'expertise de sa propre initiative. Il appartient au contribuable de formuler expressément une demande en ce sens. La désignation d'un expert est donc une faculté pour le président de

[18] Rég. gén. AMF, art. 261-1-I.

[19] Rég. gén. AMF, art. 261-1-II.

[20] Rég. gén. AMF, art. 261-2.

la commission et non un droit pour le contribuable. De même, les résultats de l'expertise ne visent qu'à éclairer la commission. Ils ne lient pas cette dernière qui reste libre de les suivre ou de les écarter. L'article 1651 M du CGI ne précise pas à quel stade de la procédure la demande peut être faite, ni le statut des « experts » éventuellement sollicités par le président de la commission.

IV. Les évaluations sur désignation judiciaire

A. L'expertise de justice

L'expert en évaluation d'entreprise peut être désigné par le juge aux fins de l'éclairer sur la base de plusieurs articles du Code de procédure civile.

En règle générale, il s'agit d'un expert inscrit sur une liste dressée par les cours et les tribunaux. Il faut noter qu'il existe dans la nomenclature officielle (arrêté du 10 juin 2005) une spécialité « Évaluation d'entreprises et de droits sociaux (code D-02 de la nomenclature) ».

Cette spécialisation ne confère cependant pas une exclusivité en matière d'évaluation de titres, notamment pour les experts inscrits dans les spécialités proches incluses dans la branche « Économie et finance » qui regroupe les experts en comptabilité, en finances, en gestion et en diagnostic d'entreprise.

1. La mesure d'instruction traditionnelle

Les mesures d'instruction portent sur les faits du litige, et non sur la règle de droit.

L'expertise peut être sollicitée par une partie ou ordonnée d'office par le juge (21). Dans la plupart des cas, la mesure est ordonnée au cours d'une instance avant et afin que soit jugée la demande principale. Elle peut être ordonnée, en tout état de cause, dès lors que le juge ne dispose pas d'éléments suffisants pour statuer (22).

En matière d'évaluation de droits sociaux, l'appréciation du magistrat est complexe et il est assez fréquent que le juge demande son avis à un expert de la matière.

La désignation du technicien est le plus souvent l'objet d'un jugement dans lequel sa mission est précisée, dans les termes suivants : « Le tribunal ordonne une expertise aux fins de l'éclairer sur l'évaluation des actions de la société X ».

Dit que l'expert sera saisi et effectuera sa mission conformément aux dispositions des articles 263 et suivants du CPC... ».

Ou « fournir tous éléments de nature à permettre de déterminer la valeur des droits sociaux, à la date du... ».

Il s'agit d'une expertise de justice classique qui n'entraîne pas de commentaire particulier.

2. La valorisation des titres par l'article 145 du Code de procédure civile

Lorsqu'on évoque la fixation du prix de droits sociaux par experts, on songe immédiatement au tiers estimateur des articles 1592 et 1843-4 du Code civil, mais on a vu que leur application respective était basée sur un mandat commun ou sur une cession « forcée » de titres.

Cependant, face à ces deux expertises de prix, il existe également une place pour l'expertise *in futurum* de l'article 145 du Code de procédure civile.

La Cour de cassation a jugé (23) que le recours à l'expertise *in futurum* est envisageable afin de fournir aux parties les éléments d'une discussion susceptible d'aboutir à un accord sur le prix de cession de droits sociaux lorsque les circonstances font que ce prix est actuellement indéterminable.

L'intervention de l'expert, qui se situe en amont du processus contractuel de cession des titres, sert alors à déclencher la discussion sur l'évaluation et non à imposer sa conception de la valeur des droits sociaux, à l'inverse de l'article 1843-4. Ce n'est qu'en cas de désaccord lors de la négociation et à condition que la cession litigieuse entre dans son champ d'application, que l'article 1843-4 s'appliquera alors impérativement.

Plus récemment (24), la Cour de cassation a jugé également que l'article 145 pouvait s'appliquer en aval de la cession, sans faire référence aux expertises de prix.

Dans cette hypothèse, même si l'idée consiste toujours à déterminer la valeur des droits sociaux, l'objectif poursuivi ici n'est pas d'en déterminer le prix en vue d'une cession future, mais de remettre en cause la fixation d'un prix déjà fixé lors d'une cession antérieure. Pour ce faire, le référé probatoire de l'article 145 exige la preuve d'un motif légitime de la part de celui qui l'invoque. Il n'appartient pas au juge des référés d'apprécier, à ce stade, la recevabilité de l'action au fond qui en résultera le cas échéant.

La preuve d'un motif légitime est une condition nécessaire de la mise en œuvre de l'expertise *in futurum*.

En revanche, le juge n'a pas à apprécier la recevabilité de l'action en justice, sauf si elle est manifestement vouée à l'échec notamment lorsque l'action au fond est manifestement prescrite.

L'expert de justice donne son avis dans le cadre d'un rapport.

En pratique le rapport d'expertise comprend :

— un exposé des faits, des prétentions des parties et de la procédure ;

— la relation des opérations d'expertise ;

— la discussion et l'avis de l'expert.

(21) CPC, art. 143.

(22) CPC, art. 144.

(23) Cass. com., 10 mars 1998, n° 95-21329 : *Rev. sociétés* 1998, 541 (1^{re} esp.), note B. Saintlourens.

(24) Cass. com., 15 nov. 2011, n° 10-28036, F-D : *Rev. sociétés* 2012, p. 566, note S. Messai-Bahri.

Les conclusions de l'expert doivent être claires et motivées. Le juge est libre de suivre ou non l'avis de l'expert.

B. L'expertise de gestion

Le droit de solliciter en référé la désignation d'un expert de gestion n'est ouvert, dans les SA, les SAS et les SCA qu'à un ou plusieurs actionnaires détenant seul ou en groupe 5 % du capital social *a minima* (10 % dans les SARL), au comité d'entreprise au ministère public et, s'agissant des sociétés cotées, à l'AMF.

L'expertise de gestion ne peut ensuite porter que sur une ou plusieurs opérations de gestion réalisées au sein de la société ou de ses filiales.

Il doit s'agir d'une véritable opération de gestion. Sauf exception, une augmentation de capital ne peut, par exemple, donner lieu à une expertise de gestion ; en revanche, la cession de titres d'une filiale peut justifier la demande. Les opérations visées doivent être précisément identifiées car le droit à l'expertise de gestion n'est pas un droit d'audit général.

Il faut enfin rappeler que l'expertise de gestion n'est, en principe, envisagée que comme un recours ultime en cas d'échec d'une procédure d'information préalable. Ce n'est que, si les dirigeants ne répondent pas aux questions écrites des actionnaires dans un délai d'un mois, ou s'ils ne communiquent pas d'éléments de réponse jugés satisfaisants, que les actionnaires pourront demander la désignation d'un expert.

L'expert donne son avis dans le cadre d'un rapport, cette expertise est proche de l'expertise de justice.

C. La mission du sapiteur

Aux termes de l'article 278 du Code de procédure civile, l'expert peut prendre l'initiative de recueillir l'avis d'un autre technicien, mais seulement dans une spécialité distincte de la sienne.

Cette faculté n'est ouverte qu'à l'expert et il n'a pas d'autorisation à solliciter. Les décisions de nomination des experts prévoient communément cette possibilité. Il est cependant prudent d'informer le juge car l'expertise sera en règle générale plus onéreuse.

Le sapiteur n'est pas obligatoirement inscrit sur une liste d'experts, mais en pratique il est le plus souvent lui-même expert de justice.

Le sapiteur, qui n'est pas un co-expert, participe directement à la solution technique de l'expertise en éclairant l'expert sur un point précis pour lequel celui-ci n'a pas la compétence ou une compétence suffisante.

C'est l'expert qui fixe la mission du sapiteur, négocie ses conditions de rémunération et qui s'assure du respect du contradictoire.

Dans le cadre de divorces ou de successions, lorsque notamment un notaire a été désigné en qualité d'expert, il est assez fréquent que celui-ci demande à un sapiteur expert-comptable ou expert financier de l'assister pour évaluer des entreprises ou des droits sociaux.

Le sapiteur adresse à l'expert une note technique ou un rapport ou ce dernier annexe à son propre rapport.

D. Une mission périphérique aux expertises judiciaires : l'expertise de partie

L'expert de partie n'est pas le conseil d'une partie. En effet, on attend du conseil qu'il dise l'utile et de l'expert qu'il essaie de dire le vrai. Les postures sont différentes et les nuances parfois ténues.

L'expert de partie ne doit pas concurrencer l'expert de justice qui est désigné par le juge. Son rôle doit se limiter à concourir à la recherche de la vérité. Il ne doit pas prendre la direction de l'expertise, même s'il est, en apparence, de plus grande notoriété que son confrère.

L'expert de partie a notamment pour rôle de faciliter la compréhension par les parties et par l'expert des différents problèmes techniques qui se posent à l'expertise. En pratique, c'est souvent l'avocat, conseil d'une partie, qui sollicite le recours à un expert.

Les experts de justice, lorsqu'ils interviennent en qualité d'expert de partie, le font dans le respect des règles émises par le Conseil national des compagnies d'experts de justice (CNECJ) et les règles déontologiques de leur propre compagnie (CNECJ par exemple).

L'expert de partie doit être impartial, objectif, indépendant intellectuellement et de bonne foi avec les acteurs de l'expertise.

En matière d'évaluation de droits sociaux, son rôle est important, doit contrôler, vérifier les données, voire proposer d'autres sources documentaires (bases de données, jurisprudence, publications...).

En définitive, l'intervention de l'expert de partie doit permettre de faciliter l'échange avec l'expert désigné par le juge et la bonne compréhension du litige entre les parties au cours du déroulement de la procédure. L'expertise est parfois un temps d'apaisement dans le procès. En éclairant les parties, les techniciens peuvent contribuer à un rapprochement des points de vue.

V. Observations finales

Après avoir exposé la typologie des missions d'évaluation de sociétés et de droits sociaux, il est temps de conclure par quelques idées générales.

A. Actualité et importance des évaluations d'entreprises

Les acteurs économiques manifestent un besoin croissant d'évaluations : les difficultés économiques obligent à de fréquents tests de dépréciation, les transmissions d'entreprises vont être de l'ordre de cinq cent mille dans les prochaines années, le fisc manifeste un intérêt croissant pour les évaluations si on en croit les statistiques portant sur les redressements...

Il est de première importance d'avoir de bonnes évaluations et donc de faire appel à des professionnels de l'évaluation.

B. Les acteurs de l'évaluation

Les experts en évaluation jouent un rôle de premier rang en la matière, mais d'autres professionnels sont concernés et pratiquent à des degrés divers l'évaluation :

- les analystes financiers, banquiers d'affaires, capital risqueurs et gestionnaires de portefeuille,
- les experts-comptables et les commissaires aux comptes,
- les conseils : consultants en *corporate finance* et conseils en stratégie,
- les acteurs du droit : avocats, notaires, liquidateurs,
- les dirigeants de sociétés et responsables financiers,
- les représentants des salariés lorsque ces derniers ont investi leur épargne salariale dans une société non cotée,
- les contribuables qui doivent faire face à leurs obligations fiscales.

Certains de ces acteurs sont assimilables à des experts en évaluation sur le plan technique, d'autres ne sont que des utilisateurs. En revanche, le degré d'indépendance vis-à-vis des commanditaires de l'évaluation est parfois très disparate selon les situations et le cadre des missions.

Il faut donc examiner le *corpus*.

C. Les bonnes pratiques

Dans la mesure où il n'existe pas de définition légale de la valeur, il y a parmi les évaluateurs une grande diversité d'intervenants, ce qui rend plus difficile l'application de règles communes.

Cependant :

- les méthodes d'évaluation constituent un *corpus* de conventions généralement admises et de bonnes pratiques mises en œuvre par les évaluateurs,
- divers organismes nationaux et internationaux s'efforcent de définir un ensemble structuré de principes et de règles susceptibles de faire l'objet d'un consensus. On peut citer les organisations suivantes :
- Académie des sciences et techniques comptables et financières,
- Association des experts en évaluation d'entreprises (A3E),
- Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion (DFCG),
- Association française des investisseurs en capital (AFIC),
- Association professionnelles des experts indépendants (APEI),
- Compagnie des conseils et experts financiers (CCEF),
- Compagnie nationale des experts-comptables de justice (CNECJ),

- Compagnie nationale des experts judiciaires en finances et diagnostic (CNEJFD),
- Société française des analystes financiers (SFAF),
- Société française des évaluateurs (SFEV),
- Institut français des actuaires,
- Fédération française des experts en évaluation (FFEE).

La FFEE, membre français de l'ITVSC a pour vocation de fédérer les autres associations d'experts évaluateurs et de faire connaître et promouvoir les normes de l'ITVSC.

Par ailleurs, l'AMF, la CNCC et le CSOEC jouent un rôle important en matière d'évaluation, aussi convient-il d'inclure leurs communications dans la veille documentaire du professionnel.

La CNCC et le CSOEC ont instauré récemment des commissions « Évaluation » qui ont édité des guides techniques fort utiles pour les praticiens.

Enfin, il existe de nombreuses recherches en matière de principes fondamentaux menées par des universitaires qui inspirent les praticiens.

En dépit de leur diversité, le fait que ces institutions regroupent un certain nombre de membres communs permet une uniformisation progressive des méthodes et ainsi à une pratique de place, du moins dans les grandes lignes.

Cette convergence progressive dans la méthodologie des experts en évaluation va entraîner des difficultés avec l'administration fiscale. En effet, celle-ci prétend, dans le guide de l'évaluation d'entreprises et des titres de sociétés, utiliser les méthodes traditionnelles également pratiquées par les experts privés et reprendre pour l'essentiel la démarche des praticiens (25).

Or, s'agissant de deux philosophies, de deux approches différentes, ces affirmations font l'objet de critiques car d'importantes divergences demeurent (26).

D. La crédibilité de l'expertise

La force probante de l'expertise dépend de la compétence de l'expert (formation initiale, formation permanente, expérience, références...) et de la qualité de ses travaux.

En d'autres termes, les conclusions de l'expert peuvent-elles être reçues en confiance par les juges ou les parties ?

Pour ce faire : l'expert doit démontrer que la technique utilisée est courante et donne lieu à publications. Elle doit être généralement admise par la communauté scientifique et la meilleure pratique. La méthodologie doit être pertinente et fiable. En tout état de cause, l'expert doit justifier le choix de la ou des méthodes qu'il emploie, voire de celles qu'il considère comme non adaptées et il en est de

[25] Guide de l'évaluation d'entreprises et des titres de sociétés, DGI, service juridique, nov. 2004.

[26] T. Saint-Bonnet, « Cinq années d'application du Guide fiscal de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés : bilan et perspectives », DF 25 avr. 2013, n° 17, 252.

même pour tous les éléments forfaitaires de calcul utilisées telles les primes et décotes.

On a longtemps proféré que l'évaluation des entreprises n'était ni une science, ni une technique, mais un art. Ce temps est révolu, l'évaluation est désormais une affaire de professionnels.

E. L'avenir de l'expert indépendant

Le qualificatif « expert indépendant » n'est pas récent puisqu'il remonte aux recommandations publiées par la Commission des opérations de bourse, il y a plus de vingt ans.

Depuis, l'expression a été quelque peu galvaudée puisque tout « expert » se prétend par nature « indépendant », ce qui conduit à une locution devenue quelque peu banale.

Cependant, depuis quelques années, le législateur français a fait entrer le vocable dans les codes, ainsi que cela a été noté ci-dessus. Il a repris une expression connue dans plusieurs pays étrangers.

On peut donc, pour terminer, s'interroger sur son devenir.

Il apparaît que le profil de l'expert financier indépendant demande de solides connaissances en finance et en comptabilité, mais aussi dans les domaines juridique, économique, social, fiscal et de gestion. Ce profil doit être affiné selon les types d'interventions.

En revanche, le statut de l'expert indépendant n'est pas défini. Doit-il être inscrit sur une liste dressée par les tribunaux, les chambres de commerce, les ordres professionnels... ou au contraire reconnu comme un homme de l'art en raison de son expérience et de sa compétence sans recevoir une investiture officielle ?

Les deux options peuvent-elles cohabiter ?

La question est posée.

Thierry SAINT-BONNET

Commissaire aux comptes

Expert en économie et finance près la cour d'appel de Paris
et les cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

ABONNEZ-VOUS !

PETITES AFFICHES

Formules d'abonnement

version papier, 260 NUMÉROS DE LA REVUE
FRANCE 91,67 € HT* (110 € TTC) | UE 295 € HT* | AUTRE 595 € HT*

version EN LIGNE, un accès illimité pendant un an à tous les articles
du journal parus depuis 1993
FRANCE 185 € HT* (222 € TTC) | ÉTRANGER 185 € HT*

version en ligne + papier
FRANCE 176,19 € HT* (235,79 € TTC) | UE 399 € HT* | AUTRE 699 € HT*

version papier + cd-rom (l'ensemble du rédactionnel
des Petites affiches publié depuis 11 ans)
FRANCE 193,16 € HT* (231,77 € TTC) | UE 395 € HT* | AUTRE 695 € HT*

version papier + en ligne + cd-rom
FRANCE 280,94 € HT* (337,13 € TTC) | UE 599 € HT* | AUTRE 899 € HT*

Informations :
01 40 93 40 40
ou sur :

www.petites-affiches.com



Petites Affiches

LexisNexis Editions

la loi du 27 juillet

de l'abonnement

aux Petites Affiches

Retrouvez les Petites affiches

SOCIÉTÉS

Le rachat par une société non cotée de ses propres actions et la mission de l'expert indépendant

18616

L'essentiel

Si le droit français des sociétés a longtemps été réticent à laisser aux sociétés la possibilité de racheter leurs propres actions, allant jusqu'à interdire cette pratique, le législateur a finalement, aux termes de certaines dispositions de la loi de finances rectificative pour 2012, autorisé le rachat par les sociétés non cotées de leurs propres actions, sous certaines conditions cependant. Mais le décret d'application de la loi se faisait attendre. Il est paru le 26 mai dernier, nous donnant l'occasion de faire un rapide tour d'horizon de cette procédure de rachat, et du contrôle par un expert indépendant auquel elle est soumise.



La parution, le 26 mai dernier, du décret réglementant le rachat, par une société non cotée, de ses propres actions, nous offre l'occasion de faire un bref rappel historique, et

d'exposer, dans ses grandes lignes, le régime de cette procédure.

I. BREF HISTORIQUE

A. De l'interdiction du rachat d'actions...

Le droit français des sociétés a longtemps été réticent à laisser aux sociétés (cotées ou non) la possibilité de racheter leurs propres actions.

Le législateur y voyait plusieurs dangers :

- pour les créanciers, du fait de la fonction de garantie reconnue au capital social ;
- vis-à-vis des associés et de la société elle-même, en raison de la nécessité de respecter l'égalité entre actionnaires et devant le risque de poursuivre un but contraire à l'intérêt social ;
- pour le marché, avec le risque que le rachat d'actions de sociétés cotées soit exercé dans un but de spéculation et de manipulation des cours.

B. ... à l'affirmation, par la loi du 24 juillet 1966, du refus qu'une société soit propriétaire de ses propres actions

1. Avec certaines atténuations...

L'interdiction de principe fut immédiatement tempérée par une série d'exceptions :

- le rachat des titres en vue de la réduction du capital non motivée par des pertes ;
- le rachat en vue de la participation des salariés aux résultats de l'entreprise ou de leur attribution d'options d'achat ;
- le rachat en vue de la régularisation des cours de bourse pour les sociétés cotées (liquidité des titres, réduction de la fluctuation des cours...).

2. ... à un principe de liberté sous surveillance...

Les exceptions au principe de l'interdiction ne permettaient pas aux sociétés françaises de conduire des politiques de rachat telles qu'on les connaissait à l'étranger.

Aussi, dans une optique de gestion économique et financière du capital des sociétés cotées, la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 a substitué au principe d'interdiction un principe d'autorisation contrôlée.

3. ... qui a été étendu aux sociétés non cotées par le décret du 26 mai 2014 pris pour application de la loi de finances rectificative pour 2012

La loi de finances rectificative pour 2012 du 14 mars 2012 devait être complétée par un décret en Conseil d'État - paru en mai dernier - définissant la mission de l'expert indépendant.

II. LA LOI DU 14 MARS 2012

L'achat par une société non cotée de ses propres actions est désormais autorisé dans les conditions et selon les modalités prévues par la loi n° 2012-354 de finances rectificative pour 2012 du 14 mars 2012 (C. com., art. L. 225-209-2).

Ce nouveau principe recouvre deux hypothèses : les achats supposant l'annulation des titres de capital (A), et ceux supposant la détention de ces titres (B).

A. Achats supposant l'annulation des titres de capital

La technique du rachat suivi de l'annulation des titres se traduit par une réduction de capital non motivée par des pertes. Elle présente de nombreux avantages en matière de gestion financière. La diminution du nombre d'actions s'accompagne mécaniquement d'un effet « relutif ».

Ce procédé permet de faciliter la réalisation de certaines opérations de regroupement de sociétés ou d'augmentations de capital par l'élimination de « rompus » (impossibilité de fractionner une action).

Il est également utilisé lors d'un rachat de titres par la société, consécutif à un refus d'agrément. Ainsi, les organes sociaux n'ayant pas agréé un cessionnaire proposé et n'ayant pu faire acquérir les titres par un actionnaire ou par un tiers doivent, avec le consentement de l'associé cédant, faire acheter les droits sociaux par la société elle-même, en vue d'une réduction de capital.

B. Achats supposant la détention des titres de capital

Il existe aussi des cas, de plus en plus nombreux, où la société peut acquérir ses propres actions sans être tenue de les annuler.

Il s'agit, pour les sociétés non cotées, d'acquérir leurs titres pour les attribuer aux salariés ou aux dirigeants de l'entreprise, pour faciliter une opération de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport, ou d'assurer une certaine liquidité des titres en organisant la sortie du capital d'un actionnaire minoritaire, ou encore de renforcer le contrôle d'un actionnaire de référence.

Cette technique peut aussi être utilisée pour payer le dividende en actions ou mettre en place certaines valeurs mobilières complexes.

C. La mise en place des programmes de rachat

Les programmes de rachat d'actions de sociétés non cotées poursuivent certaines finalités :

- L'actionariat des salariés : les actions achetées peuvent, en premier lieu, être offertes ou attribuées, dans l'année de leur rachat et dans la limite de 10 % du capital social de la société, dans le cadre de la participation aux résultats de l'entreprise ou d'un plan d'épargne entreprise ;
- L'extension aux mandataires sociaux de certains régimes : les actions achetées peuvent également être offertes ou attribuées aux mandataires sociaux dans le cadre d'un plan d'attribution gratuite d'actions ou d'un plan d'options d'achat d'actions ouvert aux salariés ;
- Les opérations de croissance externe : les actions achetées peuvent, dans les deux ans de leur rachat, mais cette fois dans la limite de 5 % du capital social de la société, être offertes en paiement ou en échange d'actifs acquis par la société dans le cadre d'une opération de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport ;
- L'achat en vue de la revente aux actionnaires : les actions achetées peuvent, dans les cinq ans de leur rachat, et dans la limite de 10 % du capital social de la société, être revendues aux actionnaires qui manifesteraient à la société l'intention de les acquérir à l'occasion d'une procédure de mise en vente organisée par la société elle-même, dans les trois mois qui suivent chaque assemblée générale ordinaire annuelle ;
- La réduction de capital : les actions rachetées peuvent aussi être annulées dans la limite de 10 % du capital social de la société par période de vingt-quatre mois, sur décision de l'assemblée générale extraordinaire ;
- Non-cumul des seuils de 10 % et de 5 % : Les seuils ne se cumulent pas car l'article L. 225-210 du Code de commerce précise qu'une société ne peut posséder directement ou indirectement plus de 10 % du total de ses propres actions.

D. Les difficultés inhérentes aux sociétés non cotées

L'extension du régime du rachat, par une société non cotée, de ses propres actions a pour corollaire le fait que, faute de marché, la détermination du prix de rachat s'avère très délicate. Il est essentiel que l'égalité entre les actionnaires soit respectée, or il n'existe aucune autorité de régulation appelée à surveiller l'exécution des programmes de rachat.

Après avoir pesé les avantages et les risques liés au rachat par une société de ses propres actions, le législateur a choisi de moderniser le droit des sociétés, mais en encadrant le régime par le recours à un expert indépendant chargé de donner un avis autorisé.

III. LE DÉCRET DU 26 MAI 2014

Pour entrer en vigueur, la loi devait être complétée par un décret en Conseil d'État précisant l'encadrement de la procédure mise en œuvre. Il s'agit du décret n° 2014-543 du 26 mai 2014, pris pour application de l'article L. 225-209-2 du Code de commerce, paru le 28 mai dernier.

L'assemblée générale ordinaire statue au vu d'un rapport établi par un « expert indépendant » et sur rapport spécial des commissaires aux comptes, faisant connaître leur appréciation sur les conditions de fixation du prix d'acquisition.

Si la mission du commissaire aux comptes est classique, s'agissant d'opérations sur le capital, en revanche, l'introduction dans la loi de l'expert indépendant mérite quelques commentaires. En effet, connu dans divers pays étrangers, l'expert indépendant n'était jusqu'alors pas réellement évoqué dans nos textes. Dorénavant, le décret du 26 mai 2014 esquisse son profil, qui devra être précisé.

“ Après avoir pesé les avantages et les risques liés au rachat, le législateur a choisi d'encadrer cette procédure par le recours à un expert indépendant ”

Trois nouveaux articles sont ainsi insérés dans le Code de commerce :

1. Selon l'article R. 225-160-1, l'expert est désigné à l'unanimité des actionnaires ou, à défaut, par le président du tribunal de commerce statuant sur requête à la demande des dirigeants sociaux. On note une procédure analogue à la désignation des commissaires aux apports ou à la fusion.

L'expert est choisi parmi les commissaires aux comptes inscrits sur la liste prévue à l'article L. 822-1 du Code de commerce ou parmi les experts inscrits sur les listes établies par les cours et tribunaux.

Le législateur limite ainsi le choix des sociétés aux professionnels inscrits sur une liste attestant de leur compétence en matière financière.

L'expert ne doit pas présenter avec la société de liens portant atteinte à son indépendance, au sens de l'article L. 822-11.

En résumé, l'évaluateur désigné pour cette nouvelle mission doit être « un expert » et être « indépendant ».

2. L'article R. 225-160-2 précise ensuite que le rapport de l'expert mentionne les actions faisant l'objet de l'offre de rachat et indique les modalités d'évaluation adoptées pour déterminer la valeur maximale et la valeur minimale du prix de rachat de ces actions, ainsi que les motifs pour lesquels elles ont été retenues.

À cet égard, il faut préciser que l'expert est invité à fixer une fourchette, non à déterminer un prix. Si l'assemblée

générale fixe un prix à l'intérieur de la fourchette, le rachat se fera sur cette base.

Par ailleurs, l'indication des modalités d'évaluation et des motifs pour lesquels elles ont été retenues paraît être une reconnaissance de l'approche multicritères préconisée par l'Autorité des marchés financiers en matière d'évaluation de droits sociaux.

3. Enfin, selon l'article R. 225-160-3, le rapport de l'expert est déposé au siège social quinze jours au moins avant la date de l'assemblée générale appelée à se prononcer sur le rachat. Il est tenu à la disposition des actionnaires et des commissaires aux comptes qui peuvent en prendre connaissance ou obtenir la délivrance d'une copie.

IV. OBSERVATIONS FINALES

Les réformes intervenues au cours des dernières années ont entraîné une diminution des missions de commissariat aux apports et à la fusion, dans un souci de simplification du droit des sociétés.

Certaines opérations ne peuvent cependant se passer de contrôles, ne serait-ce que pour leur sécurité et la confiance nécessaire dans une économie de marché.

“ Le décret du 26 mai 2014 définit une première mission d'évaluation de droits sociaux dévolue à l'expert indépendant, nouvel acteur dans notre droit ”

Le décret susvisé du 26 mai 2014, désormais applicable, définit une première mission d'évaluation de droits sociaux dévolue à l'expert indépendant, nouvel acteur dans notre droit. Nul doute qu'il aura l'occasion d'intervenir à l'avenir dans le domaine de l'évaluation financière.

Cependant, il conviendra d'examiner l'articulation de ce texte avec l'article 1843-4 du Code civil, qui est d'ordre public et s'applique en cas de désaccord entre les parties sur la valeur des droits sociaux proposée, notamment en cas de refus d'agrément.

La réforme annoncée de l'article 1843-4 du Code civil nous éclairera peut-être sur ces difficultés pratiques.

Convergence

Novembre 2014

Trimestriel de la CCEF

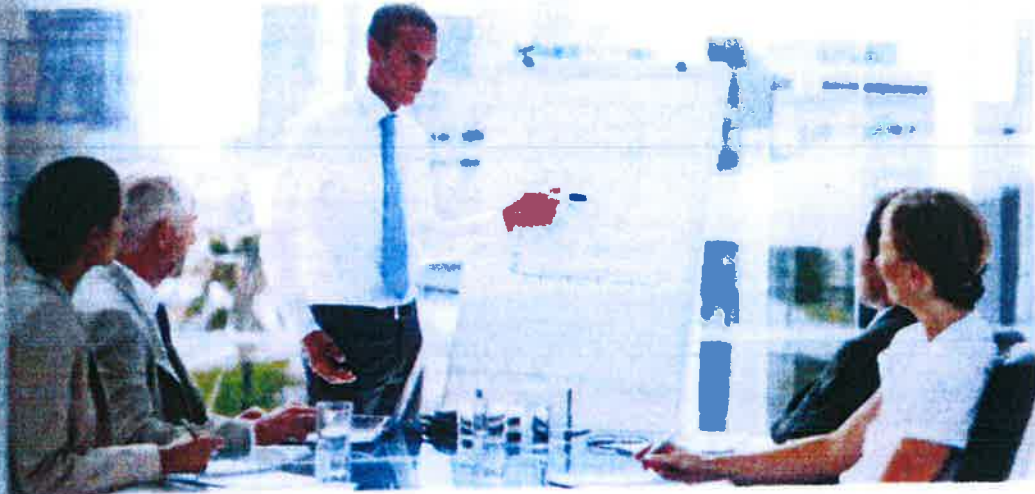
N°12 - 16 €

DOSSIER Évaluation de l'entreprise

Numéro réalisé en coopération
avec le collège des évaluateurs d'entreprises
certifiés par la CCEF



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers



Selon le professeur Porter, cinq forces déterminent la structure concurrentielle d'une industrie de biens et services :

- le pouvoir de négociation des clients,
- le pouvoir de négociation des fournisseurs,
- la menace des services de substitution,
- la menace d'entrants potentiels sur le marché,
- l'intensité de la rivalité entre les concurrents.

Bien que les pouvoirs publics ne figurent pas explicitement dans le modèle proposé par Porter, leur influence est prise en compte et peut affecter chacune des cinq forces. La politique et la législation mises en œuvre conditionnent en effet la manière dont chacune des forces s'exerce sur le marché. Par exemple, l'entrée sur le marché peut être soumise à un agrément, à une licence d'exploitation ou, à l'inverse, être l'objet de subventions ou d'obligations moindres (Centres de gestion agréés, banques...).

Porter s'est opposé à l'ajout de cette sixième force, à la fois pour des raisons idéologiques (son interventionnisme de l'Etat, dans une économie libérale) et du fait que selon lui, le rôle des pouvoirs publics peut être pris en compte dans les barrières à l'entrée. La controverse existe toujours entre les auteurs. Mais, il est vrai, à l'heure où on évoque la « déréglementation des professions libérales » que le Professeur Porter ne connaissait pas les intentions actuelles de la Commission Européenne et du gouvernement français qui ont, dans le collimateur, les notaires, huissiers, pharmaciens, greffiers.

L'importance d'un diagnostic préalable se révélera particulièrement utile :

- dans le cadre d'une approche « patrimoniale » pour permettre de situer le fonds libéral au sein de la fourchette des prix du marché;
- pour le calcul d'une valeur de rendement « en procédant aux retraitements (bénéfices privés) pour reconstituer la rentabilité de la clientèle.

Les points clés du diagnostic

Il s'agit en l'occurrence d'une analyse qualitative :

1. Qualité de la clientèle

Il convient de mesurer le risque de perte réelle de chiffre d'affaires, et par ricochet de la rentabilité.

Il faut mesurer, autant que faire se peut, le risque inhérent au changement du management :

- diversité professionnelle, âges des dirigeants, localisation des clients, proximité avec les prescripteurs,
- potentiel de développement, concurrence, adéquation au marché,
- récurrence des missions, importance des missions exceptionnelles.

2. Qualité du personnel

- analyse des contrats de travail,
- qualification des collaborateurs, ancienneté, avantages acquis, prise sur la clientèle.

3. Qualité des équipements et des aménagements

- matériels supplémentaires nécessaires,
- renouvellement des outils informatiques,
- adéquation de la documentation technique.

4. Qualité de l'organisation

- tenue des dossiers, rentabilité des clients,
- délais d'encaissement des honoraires, rapport facturation/règlements.

5. Qualité de l'environnement juridique

- analyse du bail,
- contrats de maintenance,

L'approche financière Le préalable des retraitements

1. Les méthodes financières d'évaluation sont celles applicables à toutes entreprises, mais en intégrant les adaptations nécessaires aux professions libérales.

Sans anticiper sur la suite de l'exposé, on pressent que le premier instrument de valorisation du fonds libéral réside dans ses bénéfices (et non dans son chiffre d'affaires).

La difficulté d'appréciation des bénéfices du fonds libéral résulte principalement des modalités de rémunération des associés. Il convient de distinguer cette juste rémunération du travail (*daily job*) et du capital investi (*equity*). Il est donc nécessaire d'examiner les résultats avant et après rétribution des associés et de tenir compte des arbitrages sociaux et fiscaux choisis par les dirigeants.

2. Dans cette approche, l'évaluateur devra, avec le concours des intéressés, déterminer pour chacun des associés (ou l'exploitant unique) un « salaire » correspondant au travail technique et à la gestion courante des dossiers. Le complément aura la caractéristique d'une « sur-rémunération » allouée aux associés. C'est assurément la tâche la plus délicate.

3. Il est également nécessaire de procéder à des ajustements des comptes afin de déterminer un profit économique. On songe ici aux produits accessoires ou financiers, à l'éventuelle propriété des locaux, aux produits ou charges exceptionnels, aux bénéfices « privés » tenant au statut de dirigeant... La liste des retraitements doit être propre à chaque situation examinée.

Les méthodes d'évaluation

Les principales méthodes utilisées par les experts en évaluation peuvent être regroupées en deux catégories.

Méthodes comparatives ou analogiques

Ces méthodes permettent de répondre à la question suivante : comment situer le fonds libéral dans une fourchette de prix résultant des « usages » de la profession ?

1. Pour ce faire, l'expert utilisera des coefficients par rapport au chiffre d'affaires, aux soldes intermédiaires de gestion (EBE, REX, RN, ...). La démarche repose sur l'utilisation de barèmes. On en revient à l'approche traditionnelle rappelée ci-dessus, en prenant toutefois en compte les retraitements nécessaires.

2. En ce qui concerne l'approche patrimoniale et la méthode de l'actif net réévalué, on ne l'évoquera que pour mémoire.

En effet, elle est considérée comme une approximation mal adaptée à la valeur d'une entreprise par les spécialistes. De surcroît, la seule réelle difficulté consiste à déterminer la valeur des incorporels, ce qu'on recherche par ailleurs. Sur ce point, il faut indiquer que la valeur de la clientèle

comprend généralement les immobilisations nécessaires à l'exploitation. De ce fait, les autres postes du bilan (fonds libéraux exploités en société) ne posent guère de difficultés.

3. L'approche comparative peut également être mise en œuvre. Elle est privilégiée par l'Administration fiscale, mais elle n'est adaptée qu'aux transactions réellement comparables. Elles concernent les transactions antérieures réalisées au sein du cabinet. Si une cession de parts est intervenue entre associés ou avec un tiers, celle-ci peut servir de référence ultérieure si elle est relativement récente et porte sur une quantité de droits sociaux similaire.

Méthodes économiques ou intrinsèques

Ces méthodes répondent à l'interrogation suivante : comment reconstituer la rentabilité réelle et apprécier le délai de retour sur investissement ?

1. La valeur de rendement découle de l'application d'un multiple à un résultat normatif.

Le Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables, en partenariat avec la Compagnie des experts et conseils financiers (CCEF), a proposé il y a quelques années une méthode de scoring. Il s'agit de déterminer la valeur de la clientèle par une approche empirique le multiple à appliquer au résultat normatif récurrent qui est généralement de 3 à 7. Le multiple s'apparente, pour les entreprises cotées, au ratio cours sur bénéfices (PER).

La grille qualitative proposée comprend dix critères⁽¹⁾. La notation 3 correspond à une appréciation faible. En revanche, le coefficient 7 correspond à une très bonne opinion de l'évaluateur.

Cette analyse, quelque peu productiviste peut être affinée, mais est assez simple à appliquer lorsqu'on s'est entendu sur les retraitements à opérer.

2. L'évaluation du cabinet par les flux futurs de trésorerie (DCF) ressort d'une approche financière qui est basée sur le principe selon lequel la valeur d'un actif correspond à ce qu'il doit rapporter. La méthode des DCF consiste à calculer la valeur actuelle nette des flux de trésorerie attendus d'une activité.

La difficulté majeure de la méthode est de déterminer le taux d'actualisation des cash flows permettant une valorisation des flux annuels et de la valeur terminale (avec les réserves qui s'imposent en matière de projection « à l'infini » des résultats de toute entité économique).

(1) J.-P. Ponsard et P. Prieau, « Évaluation d'entreprise : l'actif net comptable », SIC, n° 299, sept. 2011.

(2) Dr. Saint-Bonnet, « Évaluation d'un cabinet d'avocats », op. cit. Cette approche n'est plus préconisée par la Commission Évaluation de la CCEF.



Pour ce faire, il est parfois opportun de simplifier la méthode des DCF en capitalisant un résultat normatif à un taux prenant en compte le risque et cumulant :

- un taux sans risque de l'ordre de 2 % actuellement,
- une prime de risque de marché actions, qui peut être estimée à 6 % à l'heure actuelle,
- une première prime de risque spécifique liée au secteur d'activité et une seconde propre au cabinet dont le montant global se situe dans une fourchette de 3 à 15 %.

On voit ainsi que le taux risque peut atteindre 10 à 25 %.

Les modalités de cession vont aussi influencer sur le prix

1. Dans l'hypothèse de l'acquisition d'une participation dans une société, cette participation peut être majoritaire, égalitaire ou minoritaire.

Il est alors nécessaire d'appliquer les décotes habituelles.

2. Dans le cas d'une cession de clientèle, le cédant peut ou non :

- garantir la pérennité du chiffre d'affaires en acceptant une clause de minoration du prix en cas d'érosion d'une partie de la clientèle;
- s'interdire, ou non, une réinstallation à proximité dans un délai convenu;
- s'obliger à accompagner l'acquéreur pendant un certain temps. Cette condition est primordiale pour relier la vente du prix demandé. Cela peut se traduire par l'intégration avant l'achat de l'acquéreur au tant qu'associé ou collaborateur par le maintien du cédant dans la structure après la vente ou par le suivi de la clientèle et de l'activité du cabinet par le cédant à moyen terme.

Les limites de la « méthode du banquier »

Cette méthode consiste à déterminer la valeur qui permettrait à un acquéreur la capacité de rembourser son emprunt d'acquisition, tout en lui permettant de conserver un revenu proche de celui auquel il pourrait prétendre en tant que technicien et en assumant ses charges fiscales.

Le calcul intègre tout d'abord la charge de remboursement d'un emprunt qui couvre la totalité de la valeur du cabinet. En effet, que l'acquéreur finance tout ou partie de son investissement par recours à l'emprunt, les capitaux propres marquent une rémunération au même titre que les fonds empruntés. La méthode intègre également l'incidence fiscale de la non-deductibilité des remboursements en capital. Ceux-ci sont donc imposés et il y a lieu d'en tirer les conséquences au niveau de la trésorerie disponible.

Enfin, le calcul intègre les investissements nécessaires, l'incidence de la variation du besoin en fonds de roulement, ainsi que la rémunération du travail de l'acquéreur par référence avec le salaire d'un collaborateur disposant du même diplôme et de la même expérience professionnelle.

En somme, si cette approche reste pertinente pour les banquiers et sécurisante au plan pratique, il s'agit toutefois d'une logique d'acheteur et non d'une réelle évaluation du fonds libéral.

Le fonds libéral n'auroit de valeur que s'il trouve un acquéreur et que celui-ci puisse se procurer le financement.

Paradoxalement, compte tenu de ce qui précède, on va donc pour conclure se tourner vers les banquiers pour observer les opérations d'acquisition et leur financement.



Le marché et les transactions

Le marché des transactions de fonds libéraux demeure suffisamment actif pour qu'Interfino consacre des études sectorielles. Les dernières études font état des statistiques suivantes :

La valeur moyenne des fonds libéraux est exprimée par rapport au chiffre d'affaires ou à l'EBE :

	% CA	EBE retraité
Avocats (2011)	55 %	1,2
Biologistes (2013)	126 %	4,3
Experts-comptables (2013)	85 %	3,0
Pharmaciens (2014)	83 %	6,0
Radiologues (2012)	50 %	1,1

Les pharmaciens exercent une activité libérale dans une officine qui a la nature d'un véritable fonds de commerce.

D'autres sources documentaires (y compris fiscales) citent les multiples suivants :

- huissiers de justice : 2,5 à 3,0 le bénéfice annuel,
- notaires : 1 année de chiffre d'affaires ou 3 fois le bénéfice annuel,
- courtiers en assurance : 3 fois les commissions annuelles,
- gestionnaires d'actifs : 1,5 à 3 % des encours gérés

Dans le cadre d'une évaluation d'un fonds libéral, on ne peut ignorer ces données qui résultent des coutumes des secteurs :

Conclusion

Après ce tour d'horizon, on peut constater qu'il est possible d'appliquer aux fonds libéraux les méthodes d'évaluation mises en œuvre pour tout actif économique.

De nos jours, l'accent doit être mis sur la rentabilité normative du cabinet. En effet, dans toute évaluation d'une entité économique, c'est son rendement futur qui fait sa valeur. Les membres des professions libérales n'échappent pas à cette règle et il n'est pas justifié de revendiquer une démarche propre d'évaluation. En revanche, leurs spécificités doivent être intégrées dans les travaux de l'expert en évaluation.

Les acteurs doivent prendre en compte une démarche dynamique (approche financière, basée sur une prévision des résultats futurs) et non plus seulement statique (approche comptable, basée sur les résultats antérieurs).

L'utilisation des résultats précédents comme référence exclusive revient en effet à postuler que l'avenir sera forcément au moins à la hauteur du passé, ce qui peut paraître au moins aussi subjectif que d'utiliser des prévisions réalistes.

L'investisseur doit donc préférer la citation de Jean Jaurès « Il ne faut avoir aucun regret pour le passé, aucun remords pour le présent et une confiance inébranlable pour l'avenir », à celle de Bossuet « Il faut laisser le passé à l'oubli et l'avenir à la providence ».

L'évaluateur se contentera de celle de Pierre Dac : « La prévision est difficile, surtout lorsqu'elle concerne l'avenir ! »

FINANCE

Le « flash-audit » : un outil performant du management de la preuve

Très souvent, l'entreprise fait appel trop tardivement à ses avocats et plus encore à des experts. En ce qui concerne ces derniers, c'est tout particulièrement parce que leur intervention est vue comme lourde, longue et coûteuse. Le « flash-audit » permet d'établir un diagnostic ciblé pour un coût raisonnable. Il sera d'autant plus pertinent qu'il sera mis en œuvre par une intervention conjointe de l'avocat et de l'expert, dès la connaissance du risque.



Alain Auvray,
président du groupe ACE



Emmanuel Charrier, directeur général délégué, en charge d'ACE Forensics

SUR LES AUTEURS

Alain Auvray : EC, CAC, expert près de la cour d'appel de Paris et la cour administrative d'appel de Paris, expert agréé par la Cour de cassation, Président du groupe ACE

Emmanuel Charrier : EC, CAC, Certified Fraud Examiner, Certified Forensic Accountant, expert près de la cour d'appel de Paris, professeur associé à l'Université Paris-Dauphine, Directeur général délégué, en charge d'ACE Forensics

Lorsque naît un litige dans une entreprise, lorsqu'un soupçon de fraude apparaît, le management se trouve confronté à une situation qui sort de la gestion des affaires auxquelles il se dédie : il n'est plus question de nouer des relations d'affaires, de convaincre des clients ou des partenaires, de motiver des équipes, en se projetant dans l'avenir : il s'agit au contraire d'avoir une vision rétrospective sur les opérations concernées, d'être attentifs à des logiques de documentation et de préservation de la preuve, et soudainement de douter de la bonne foi des interlocuteurs.

L'entreprise n'est pas faite pour gérer le litige ou la fraude

Cette situation de tension entre le litige naissant, ou la fraude soupçonnée, et le continuum des affaires est à l'origine des difficultés rencontrées dans la gestion du sinistre, ceci d'autant qu'un tel événement va ensuite s'installer dans le temps (quelques semaines, plus généralement quelques mois ou quelques années). L'entreprise « qui a rai-

son » peut finalement ne recevoir qu'une indemnisation limitée, voire échouer à faire reconnaître le bien-fondé de ses prétentions ; l'employé convaincu de fraude peut s'en aller discrètement alors que son entourage professionnel échoue à reconstruire une relation de travail de confiance. Ces difficultés incitent à recommander l'intervention de spécialistes aux côtés de l'avocat, indispensable dès lors que des procédures judiciaires pourraient être engagées, ou des accords de rupture pourraient être conclus. En effet, l'entreprise est spécialisée dans un métier, et gérer un litige ou une fraude est une autre spécialité. C'est ainsi qu'interviennent des experts de partie, des auditeurs, des *fraud examiners*... qui, disposant d'une expérience éprouvée et d'un professionnalisme reconnu, offrent leurs services d'accompagnement, en allant de la découverte de l'incident jusqu'à sa démonstration, ou à sa contestation si le litige est soulevé par un adversaire. La durée et le coût de telles interventions peuvent cependant être importants. Comment donner au management

les moyens de déclencher une analyse stratégique du litige ou de la fraude, en considérant les forces et faiblesses du « dossier » technique, la qualité de sa preuve financière, la description de l'organisation dans laquelle s'est produit le litige ou la fraude ?

Un éclairage immédiat grâce au « flash-audit »

Une étape souvent efficace en la matière est celle du « flash-audit ». Cette intervention consiste à réunir une équipe ciblée, dans un laps de temps limité, pour réaliser des investigations répondant à un focus particulier. Le « flash-audit » est souvent pratiqué lors d'un projet d'acquisition d'entreprise, lorsqu'il s'agit de réaliser des due diligences très ciblées, dans un laps de temps réduit. Le « flash-audit » est aussi adapté face à un soupçon de fraude. Par exemple, une soudaine difficulté de trésorerie dans une filiale habituellement génératrice de « cash » pourrait tenir à des prélèvements dans la caisse sociale. De même, l'augmentation des contestations d'impayés-clients dans une agence de gestion

LES POINTS CLÉS

- Le « flash-audit » est l'intervention d'une équipe de professionnels dans un laps de temps limité pour réaliser des investigations répondant à un focus particulier.
- Outil d'aide à la décision, le « flash-audit » permet, pour un coût raisonnable, d'effectuer un diagnostic rapide et ciblé de la situation.
- Dans un contexte de fraudes ou de litiges, l'intervention bien en amont de professionnels des *forensic services* aux côtés des avocats de l'entreprise permet de sécuriser la conservation des preuves existantes et de manager celles à venir.

immobilière pourrait être la conséquence de détournements de leurs règlements. Ou encore, le fait qu'un N-1 ait d'importantes notes de frais quand son N+1 n'en a quasiment pas pourrait résulter d'un détournement de procédures. La preuve, détaillée et convaincante, de ces potentielles irrégularités, peut être délicate et longue à réunir. Dans ce cas, une première approche, rapide et focalisée sur le soupçon, permet d'analyser si le problème est à prendre ou non au sérieux. Évidemment, pour que l'approche « flash » ne détruise pas la preuve et puisse contribuer le cas échéant à une mission approfondie, il faut qu'elle s'inscrive dans un process, conduit par des professionnels expérimentés. Il en est de même dans le cas des litiges commerciaux. Les litiges internationaux peuvent donner à penser que l'indemnisation des dommages représente « naturellement » des montants élevés, quand un contrat a été unilatéralement et brutalement rompu par un

partenaire de longue date, lorsqu'un concurrent a contrefait une marque sans vergogne, lorsqu'un bâtiment n'a pu être normalement exploité pendant de longs mois, lorsqu'une installation industrielle n'a pas délivré la performance attendue...

Conservé les preuves existantes et préparer celles à venir

Pourtant, bien souvent, et tout particulièrement quand il s'agit de la non-réalisation d'une activité espérée, la preuve est très difficile. L'approche par les « discounted cash-flows », si fréquente pour évaluer une entreprise, n'a pas encore souvent cours pour évaluer un préjudice devant les juridictions françaises. Si l'on arrive à documenter des coûts externes subis à cause de l'incident – le nettoyage d'un bâtiment inondé, le recours à du personnel temporaire... – les coûts internes sont déjà plus difficiles à prouver : il faut penser, au fur et à mesure que l'entreprise supporte ces coûts, à en conserver la docu-

mentation, à la suivre analytiquement voire en « mode projet » pour montrer qu'ils n'ont été engagés qu'en raison de l'incident. Bien souvent, l'entreprise n'est pas préparée à ce comportement, et les services opérationnels directement concernés ne peuvent le prendre en charge dans la logique experte et juridique particulière. Et, dernière catégorie, celle du gain manqué : il faut alors établir qu'elle aurait pu être la situation, en collectant toutes informations qui permettront aux décideurs du procès de bien se mettre en l'état à la date de naissance du litige, quand bien même celui-ci sera jugé plusieurs années après. Qu'en sera-t-il de tous ces éléments de preuve si l'on n'a pas conservé en amont les éléments nécessaires pour se replacer à l'époque des faits ? Dans ces situations, un « flash-audit » réalisé dès la naissance ou la présomption de naissance du litige présente le double avantage de dresser un état des lieux expérimenté de l'offre de preuve que peut assumer l'entreprise ; et d'identifier le dispositif à mettre en place pour organiser la collecte de preuve au fur et à mesure que le litige devra être géré.

Faire intervenir des professionnels des « forensic services »

Aussi, dès lors que l'on estime que le litige naissant, ou la fraude soupçonnée, pourrait nécessiter de piloter la preuve, financière et organisationnelle, dans un esprit différent de celui de la gestion quotidienne de l'entreprise, il peut être judicieux de recourir au « flash-audit » de professionnels des *forensic services* qui interviendront de concert avec les avocats conseils habituels de l'entreprise.



© Norwint

HUBERT DE LA BRUSLERIE

Université Paris Dauphine



Les voies d'une refondation du capitalisme

Une responsabilité élargie
et une rémunération spécifique
de la fonction de contrôle actionnarial

Cet article¹ développe l'idée que le capitalisme actionnarial doit retrouver certaines de ses racines historiques. Ce sujet est abordé par le biais de l'analyse juridique de l'économie. La société de capitaux, instruments juridiques du capitalisme, introduit une responsabilité des actionnaires limitées aux apports. Cela a pour conséquence paradoxale de favoriser une certaine irresponsabilité. Le développement des groupes de contrôle actionnarial n'est pas un dévoiement mais une donnée du capitalisme moderne. Il faut en profiter pour réorganiser le système de la responsabilité en l'élargissant et en reconnaissant, par exemple, la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE). Logiquement il est proposé qu'une rémunération spécifique accompagne les responsabilités nouvelles et les risques assumés par certains actionnaires mais pas par tous.

DOI:10.3166/RFG.242.11-35 © 2014 Lavoisier

1. L'auteur remercie les évaluateurs anonymes pour leurs remarques avisées.

La crise financière a mis en cause le capitalisme financier, tout particulièrement les banques. Par continuité, s'agissant de l'entreprise, le capitalisme actionnarial a fait l'objet de profondes critiques : pour simplifier il donne la part trop belle aux financiers dans l'entreprise et à leurs préoccupations à court terme.

Assez vite instruit, le procès a déjà conduit à deux condamnations. La première est celle d'une certaine vision de la théorie de l'agence qui voudrait que les dirigeants soient les mandataires exclusifs des actionnaires qui eux-mêmes sont les propriétaires de la firme. La seconde mise en cause est celle de l'effet de levier qui a conduit à un endettement excessif et qui agit comme une drogue dans les choix économiques de l'entreprise. La conséquence pour certains est simple : pour lutter contre des opérations de croissance externe purement financières il faut briser le levier d'endettement et augmenter le coût de la dette en rendant la déductibilité fiscale des charges d'intérêt plus difficile et plus limitée.

Les bonnes questions sont posées mais les réponses apportées ne sont pas à la hauteur de l'enjeu. Le plus simple ne serait-il pas de tout faire pour développer la rentabilité des capitaux propres investis dans des projets économiques risqués ? N'est-ce pas le meilleur moyen pour éviter la gonflette du levier et les risques d'un endettement non maîtrisé ? L'idée que nous attachons à développer est que le capitalisme actionnarial doit retrouver ses racines historiques de système double de financement des activités économiques et d'assomption du risque des projets économiques créateurs de la richesse sociale.

Puisque nous analysons un système d'organisation économique, toute réflexion sur

la refondation du capitalisme actionnarial est forcément idéologique. Il faut intégrer dans le raisonnement les rationalités nouvelles qui étaient apparues avant la crise financière mais dont la thématique devient centrale dans la refondation d'un capitalisme éclairé et élargi : la responsabilité sociale/sociétale de l'entreprise (RSE) ne peut être ignorée au motif que ce concept reste un peu flou. Le caractère novateur des développements qui suivent est de proposer une opérationnalisation de la préoccupation RSE dans une logique de responsabilisation actionnariale. Il n'est pas nécessaire d'adopter une rationalité de valeur partenariale ou une posture conventionnaliste pour introduire la RSE.

L'originalité des développements qui suivent est d'emprunter la voie et la méthode de Hayek (1980) ou de Ripert (1951) qui se situent à l'articulation du droit et de l'économie et soulignent l'interdépendance entre normes et acteurs économiques. L'approche *Law and Economics*, plus récente, analyse l'efficacité économique de la règle de droit. Elle privilégie cependant un seul angle de vue : l'utilisation de l'outillage juridique pour améliorer l'efficacité économique dans l'allocation des ressources. Il semble plus judicieux ici de rentrer dans le problème par le biais de l'analyse juridique de l'économie. Un détour historique est nécessaire pour évoquer les origines de l'outil juridique de base du capitalisme qu'est la société de capitaux. Son apparition ne s'est pas faite sans heurts. Très vite la question centrale de la responsabilité des apporteurs de capitaux s'est posée et des réponses y ont été apportées. Les ^{xx}e et ^{xxi}e siècles ont vu apparaître deux caractéristiques nouvelles et irréversibles dans le fonctionnement de la grande entreprise capitaliste :

la concentration du pouvoir et la montée des externalités dues à des économies plus complexes. La fréquence toujours vivace d'un contrôle familial ou le développement de groupes contrôlants attestent de la première ; l'émergence d'une problématique RSE rappelle la seconde.

Une fois que le rôle économique des actionnaires de contrôle apparaît clairement établi, il faut réorganiser le système de la responsabilité qui découle de la situation. Une rémunération spécifique doit correspondre à des responsabilités nouvelles et à des risques assumés par certains mais pas par tous.

La première partie rappelle le rôle fondateur de la limitation de la responsabilité dans les sociétés de capitaux et qui a pour conséquence paradoxale de favoriser une certaine irresponsabilité. La préoccupation de RSE est introduite dans un deuxième temps comme argument d'une rationalité élargie du comportement de l'entreprise. À ce niveau se manifestent des préoccupations managériales propres aux sciences de gestion. Une troisième partie présente le rôle central du groupe de contrôle actionnarial qui est une caractéristique de fonctionnement des entreprises tant petites que grandes. Ainsi s'exprime le rôle puissant des mécanismes politiques de concentration du pouvoir. Ce mode de régulation ne doit pas être regardé avec un *a priori* plus positif ou négatif que le modèle de régulation externe par le marché financier. Il introduit une relation particulière entre actionnaires : le contrat de contrôle. Enfin, dans une quatrième partie, nous proposons d'aller jusqu'au bout de la logique en prévoyant qu'à responsabilité élargie correspond une rémunération spécifique : le surdividende du contrôle.

I – L'ÉMERGENCE DE LA SOCIÉTÉ DE CAPITAUX, DE LA RESPONSABILITÉ... ET DE L'IRRESPONSABILITÉ

Un retour aux sources est intéressant car il montre que les choses n'ont pas été données au départ et ne sont pas pour ainsi dire naturelles. La philosophie juridique libérale a été établie en France par la suppression des corps intermédiaires et des sources juridiques qui enserraient l'individu dans un corset de contraintes et d'appartenances. À la Révolution, il n'y a que deux sujets de droit : l'État, nœud du Contrat social, et l'individu, libre et responsable. En 1791, le décret d'Allarde et la loi Le Chapelier éliminent le reste. Dès le début, il y a une méfiance devant l'idée de limitation de la responsabilité de l'individu.

La forme juridique de société est reconnue dans le Code civil napoléonien, mais c'est d'abord une société de personnes. Les sociétés de capitaux sont au départ et *a priori* éminemment suspectes et soumises à autorisations spécifiques. Ripert (1951) décrit parfaitement le lent accouchement de la société par actions en droit français. La décision d'« incorporation » (au sens littéral de création d'un corps juridique nouveau) est pris coup par coup, au vu d'un projet qui comporte une forte composante d'intérêt collectif : établissements industriels développant de nouveaux procédés technologiques, creusement de canaux, construction de chemins de fer... L'échange se fait donnant-donnant, projets économique porteurs de fortes externalités, mis en œuvre par des capitaux privés et/ou des entrepreneurs, contre l'accès à la limitation de la responsabilité aux seuls capitaux investis. Ce climat restrictif est général. En France et en Grande-Bretagne, au moment

de la (première) révolution industrielle, il y a un *a priori* qui voit la société de personnes, par exemple la société en commandite, comme étant le vecteur logique du développement de projets économiques confiés à des entrepreneurs qui s'engagent, risquent et s'enrichissent. Les sociétés de capitaux qui veulent attirer davantage de participants et collecter des capitaux plus importants ne peuvent le faire que sur accord cas par cas et sur la base de projets présentant, en réalité ou en apparence, un intérêt public ou collectif élargi. En Angleterre et en France, l'accès à la société anonyme, instrument de base du développement juridique du capitalisme, n'apparaît que relativement tard, respectivement en 1856 et en 1867, bien après la première révolution industrielle. Cela a initié un mouvement général d'autorisation de la création de sociétés anonymes en Espagne (1869), en Allemagne (1870), en Belgique (1873) ou en Italie (1883). La diffusion de cet instrument juridique a accompagné l'industrialisation qui exigeait la concentration de capitaux importants et l'internationalisation qui développait l'aiguillon concurrentiel. Aux États-Unis, l'accès au statut de société anonyme relevait du droit des États. Les États-Unis ont été sur ce point en avance car ils ont été exposés, davantage et plus tôt que les États-nation d'Europe, à une concurrence interne des normes juridiques qui profita au moins-disant et au moins-contrainant.

Robé (2009) rappelle que la société de capitaux était au départ un instrument situé hors de la sphère de l'autonomie privée. De ses origines historiques, retenons simplement que la limitation de la responsabilité des actionnaires limitée à leurs apports n'était pas une évidence *a priori*. Elle était intimement liée à l'apparition de projets

économiques importants et générateurs de fortes économies externes.

1. La société de capitaux et ses bienfaits

La première conséquence du contrat de société est de créer une personne morale qui est un acteur juridique. Cet instrument est essentiel car il sert de support au réseau de contrats que l'entreprise va tisser avec ses partenaires économiques ou autres. Ce réseau de contrat est ce qui donne vie courante à l'entreprise, c'est-à-dire au projet économique. Le bon déroulement des contrats est protégé contre toute une série d'aléas liés à la personne des entrepreneurs ou à celle des apporteurs de fonds. Le plus important est d'assurer la pérennité des co-contractants : l'entreprise est là aujourd'hui et sera là demain. Son existence supprime l'incertitude du défaut lié à l'horizon de vie ou de calcul de la personne humaine, c'est-à-dire l'incertitude sur l'horizon du contrat. Une source d'aléa moral disparaît : les aléas liés aux changements de contexte et d'intérêts de la personne humaine au cours de sa vie et liés aussi à la durée de sa vie. La permanence de l'interlocuteur introduit une temporalité propre dans la construction du réseau des contrats économiques. Elle est l'expression de l'horizon de l'entreprise, c'est-à-dire du projet économique qu'elle met en œuvre. La durée des contrats peut ainsi se caler sur la temporalité de l'entreprise. Celle-ci se substitue à la temporalité hétérogène et aléatoire des apporteurs de capitaux et des autres co-contractants personnes physiques (La Bruslerie (de), 2009 et 2010). C'est un atout considérable dans la mise en œuvre de projets économiques qui intègrent sous formes contractuelles des partenaires dans des jeux à exécution répétée. C'est bien sûr le cas du contrat de travail mais pas seulement.

La société de capitaux introduit deux types de propriété. Tout d'abord, la propriété de la société sur ses actifs économiques. Ceux-ci forment la première et souvent la seule garantie aux engagements financiers et contractuels. Le patrimoine des apporteurs des capitaux propres ne peut être atteint, il est mis à l'abri. L'autre forme de propriété est celle des actionnaires sur les actions de la société. Les actions donnent un droit juridico-politique : participer et voter aux assemblées générales des actionnaires, et un droit financier aux bénéfices. Les actions ne sont *a priori* porteuses d'aucun droit économique direct sur le projet économique. Cela ne viendra que plus tard avec le contrôle actionnarial.

L'articulation droit-économie débouche ici sur la dualité société-entreprise. Le sujet économique, appelé entreprise ou firme, n'est pas un individu juridique. Le seul qui soit identifié et responsable est la société. Les actionnaires dans la société de capitaux ne portent plus le projet économique, ils le financent partiellement. Une barrière étanche se met en place qui les déconnecte des aléas de la vie de l'entreprise : cette barrière juridique est le mécanisme de responsabilité limitée aux apports. En cas de besoin impératif, la négociabilité libre des actions permet d'entrer ou de sortir du capital facilement et à coût réduit. Seule la propriété des actions est affectée par ces mouvements. Ce schéma idéal typique connaît un contre-exemple : celui de l'entreprise familiale. La logique de déconnexion patrimoniale s'y applique peu ou moins bien. La famille reste porteuse du projet économique et investit patrimonieusement dans celui-ci. Les rationalités de l'entreprise familiale restent enchevêtrées et la notion de patrimoine familial

n'est pas seulement financière. Elle doit être définie de manière beaucoup plus large et inclut un capital émotionnel et cognitif particulier (Poulain-Rehm, 2006 ; Hirigoyen, 2009).

La définition de Jensen et Meckling (1976) qui fonde la théorie économique de l'agence est donc à amender quand ils mentionnent que la société privée est une sorte de fiction légale. Ce n'est pas une fiction, c'est un instrument juridique effectif et efficace. Le substrat légal sert de point d'ancrage à un « nœud de contrats » ; ce support logistique ne saurait être neutre, fictif ou totalement transparent. Il introduit une structuration des responsabilités.

Les conséquences de l'introduction de la forme juridique de société de capitaux sont considérables pour les sciences de gestion. Au-delà de la société fiction légale apparaît un acteur différent : l'entreprise avec son projet économique et sa stratégie de création de valeur. Elle cohabite contractuellement avec d'autres acteurs : les actionnaires, les apporteurs de fonds, suivis de la masse des autres parties prenantes. En termes de démarche scientifique positive cela questionne la notion d'individualisme méthodologique au sens de Popper. Les sujets à analyser, les acteurs élémentaires sont multiples : on étudiera l'entreprise, on analysera les actionnaires, les prêteurs, les salariés. Les sciences de gestion sont de ce point de vue assez unique car les acteurs élémentaires sont à différents niveaux. L'entreprise n'est pas redondante des actionnaires. Les conséquences méthodologiques de l'analyse de Jensen et Meckling sont ravageuses : en condamnant le niveau de l'entreprise/société à être purement transparent, elle invalide la pertinence de l'entreprise comme individu méthodologique.

2. La séparation propriété et contrôle

La forme de société de capitaux introduit une première séparation : le contrôle des actifs est dissocié de la propriété des actionnaires. Le contrôle est ici entendu au sens de la maîtrise de l'usage des actifs réels dans le sens du projet économique mis en œuvre par l'entreprise. Accessoirement, cette séparation propriété/contrôle indique clairement d'où procède la légitimité de l'action des organes sociaux : elle procède des actionnaires et se manifeste par l'assemblée générale des actionnaires. Les choses sont cependant un peu plus compliquées. Si la légitimité dans le choix des dirigeants vient des actionnaires, la finalité des choix des dirigeants (même s'ils sont actionnaires) n'est pas forcément la maximisation du profit. Les dirigeants doivent dans leur action viser l'intérêt social. Cette notion juridique est floue, complexe, peu opératoire et ne se confond pas forcément ou totalement avec les objectifs des actionnaires. Pour accepter qu'il y ait superposition, il faudra accepter de se soumettre à la *shareholder value* qui pose que les dirigeants sont les mandataires des actionnaires et que la société est une « fiction » transparente. Ce schéma de base a subi des altérations avec l'ouverture à d'autres légitimités dans le fonctionnement et la composition des organes sociaux. C'est le cas en France avec la présence, dans le conseil d'administration, d'administrateurs salariés. C'est aussi le cas en Allemagne avec le système de la cogestion. Enfin le recours à des administrateurs indépendants chargés de promouvoir l'intérêt de l'entre-

prise face aux intérêts spécifiques montre que la rationalité exclusive de la propriété des actions s'atténue dans le fonctionnement des organes sociaux.

La fonction de contrôle des actifs réels est économiquement indispensable. Elle est traditionnellement dévolue à la société-entreprise, titulaire des droits de propriété/usage de ces actifs. C'est le mode d'allocation et d'utilisation sans doute le plus efficace économiquement en raison de l'incomplétude des contrats économiques concernant l'utilisation ou le transfert des droits d'utilisation d'un ensemble d'actifs économiques réels. La propriété actionnariale est efficace car elle définit les droits de créance résiduels. L'actionnaire a une position de pouvoir en cas de négociation ex post des résultats. On sait dès le départ à qui il faudra s'adresser en fin de course. Cela clôt les conflits sur les résultats résiduels (Hart, 1993).

Une seconde séparation a eu lieu dans les années 1900-1920 aux États-Unis et a été théorisée dans les années 1930 par Berle et Means : c'est la séparation sociologique entre les actionnaires d'une part et les dirigeants de l'entreprise de l'autre.

La grande confusion vient du fait que les actionnaires propriétaires des actions ont des droits de créance résiduels : droit au partage du bénéfice, droit à la plus-value en cas de liquidation. La maximisation de la valeur de l'actionnaire est une vision idéologique qui est totalement légitime économiquement si la création de valeur reflète fidèlement les coûts et les produits du projet économique mis en œuvre.² En

2. La transitivité de la maximisation de la valeur de l'entreprise vers la maximisation de la richesse des actionnaires suppose (a) que les contrats des contributeurs de ressources et des parties prenantes économique avec la société soient parfaits et que (b) l'univers de contraintes normatives soit aussi parfait en internalisant *via* des contraintes impératives l'ensemble des externalités négatives (Robé, 2012, p. 23-24).

revanche si l'indicateur est biaisé, par exemple par les dirigeants mandataires qui développent une externalisation systématique des coûts ou qui font preuve d'opportunisme, la transitivité du processus de gestion n'existe plus.

La distinction entre propriété et contrôle est au cœur de la mécanique capitaliste moderne. La société par actions est la réponse à cette préoccupation « dès lors que l'on ne la tient pas pour ce qu'elle n'est pas : une institution politique démocratique, mais pour ce qu'elle est en substance : une machine juridique de concentration du pouvoir économique. La société par actions est, par essence, une technique de concentration de capitaux disséminés mais aussi une technique de concentration du pouvoir managérial et encore une technique de concentration du pouvoir économique » (Champaud, 1993, p. 85). Cette analyse juridique rend vétustes les travaux de Berle et Means pour qui la séparation de la propriété et du contrôle est un dévoilement du capitalisme qu'il faut corriger. Ripert (1951) et Champaud (1993) montrent au contraire que cette distinction entre propriété et contrôle est dans la nature même du système et contribue à son efficacité. Cette querelle théorique n'est pas secondaire car elle va influencer considérablement les objectifs et le contenu du « gouvernement d'entreprise ». Si la société par actions est une technique de concentration de la puissance économique, elle porte en elle une inéluctable rupture d'égalité entre actionnaires. Il faudra, alors, reconnaître le groupe contrôlant chargé des décisions et organiser son rôle particulier dans l'exercice de la fonction d'entreprise.

II – LA RSE ET L'ÉLARGISSEMENT DU DEVOIR DE RESPONSABILITÉ

Les origines du droit de la responsabilité méritent aussi une exégèse en se reportant, par exemple, au célèbre article 1834 du Code civil. La notion de responsabilité « du fait de l'homme » renvoie à une action qui elle-même est le fruit d'une intention et d'une décision. Le point intéressant est l'élargissement du périmètre de l'action susceptible d'engager la responsabilité du décideur agissant : dans le Code civil libéral celui-ci est d'abord un individu. Le décideur est responsable de l'action de son mandataire pour peu qu'il y ait un rapport de *maîtrise*. Cela va au-delà du lien salarial ou du rapport hiérarchique et introduit une relation de responsabilité dès lors qu'il y a un lien de contrôle. Cela dépasse aussi l'employeur puisque sont incluses dans la sphère de responsabilité les personnes dont on doit répondre. Dis différemment et par transitivité, sont responsables les personnes à qui on doit répondre, c'est dire rendre compte de son action dès lors qu'il y a une maîtrise de choses qui peuvent être sources de dommages.

1. Les limites de la responsabilité morale

En matière de responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), l'acteur est l'entreprise, c'est elle qui doit rendre compte. Les décideurs sont ceux qui dirigent ou assurent une fonction de contrôle des décisions. La responsabilité de l'entreprise ou de la société procède-t-elle d'un impératif moral ou d'un devoir de responsabilité ? Qui est concerné ? L'entreprise ou ses actionnaires ? Plus fondamentalement, d'où procède la légitimité de la RSE ? La RSE définit un objectif opératoire : rendre

l'entreprise davantage comptable de ses externalités.

Pourquoi cette préoccupation apparaît-elle plus nécessaire aujourd'hui qu'hier ? La raison en est que les externalités des décisions économiques sont croissantes dans les sociétés post-industrielles. Avant, il y avait des entreprises de taille plus restreinte dont le champ d'action géographique était limité. Avant, les champs et les rationalités étaient davantage cloisonnés : la dimension économique était distincte des dimensions psychologique, sociale, sociétale ou environnementale. L'agent économique était tour à tour analysé comme un salarié, un consommateur, un citoyen... Ses logiques d'action relevaient d'ordres différents, ou plutôt il s'appliquait un principe de spécialisation. La rationalité était davantage mono-couleur et l'information davantage limitée ou retenue. Aujourd'hui les multiples pans de la vie sociale sont interpénétrés et la complexité de l'ensemble en est accrue. Avec la globalisation des valeurs, avec des entreprises devenues mondiales par leur taille, les relations économiques et sociales s'analysent comme des systèmes. Les stratégies d'entreprise sont globales et multidimensionnelles. Le principe de précaution, dont il faudrait largement discuter, conduit à une interpénétration systématique des analyses et des enjeux puisque par définition les risques sont multiformes. La perception d'une finitude des ressources environnementales rétroagit sur les décisions prises par les acteurs. La demande sociale est devenue plus forte et plus permanente. L'information est devenue plus transparente et immédiate. La complexité de l'action humaine touche et intègre simultanément toutes les dimensions de l'individu.

La conséquence en est que l'acteur se situe dans un contexte d'information imparfaite en raison de la limitation de ses capacités cognitives. La référence à la seule rationalité instrumentale apparaît insuffisante, la composante cognitive de la rationalité est largement reconnue. La rationalité utilitariste stricte est fondée sur une relation de conséquence entre l'action et ses effets. La motivation privilégiée est l'intérêt personnel de l'acteur. Cette théorie du choix rationnel impose une vision instrumentale et de la rationalité. Or, pour Weber (1920), « ce sont les idées et non les intérêts qui déterminent en premier lieu l'action humaine ». Boudon (2012) rappelle qu'il ne faut pas opposer intérêts et idées dans l'élaboration d'une rationalité d'action et introduit la théorie de la rationalité ordinaire. Celle-ci reconnaît des intérêts et des raisons impersonnelles dans la construction des actions humaines. Ces raisons impersonnelles renvoient à des croyances, à un référentiel cognitif raisonnablement accepté par l'acteur qui a de bonnes raisons d'y croire. Faut-il parler de conventions implicites (Persais, 2007) ? Faut-il évoquer la dynamique des valeurs issues de la tradition au sens de Hayek ? Ces questions spéculatives restent ouvertes mais ne constituent pas le sujet car il s'agit d'identifier la préoccupation RSE dans le périmètre des « bonnes raisons » (au sens de Boudon, 2007). Cette nécessité d'opérationnalisation se manifeste aujourd'hui et d'abord dans les pays développés aux économies post-industrielles où l'information est plus coûteuse et/ou limitée pour l'acteur. Bref, le monde moderne est caractérisé par des décisions économiques qui sont plus complexes et qui sont créatrices de plus d'externalités.

2. L'opérationnalisation de la RSE

La démarche d'opérationnalisation ne vise pas à répondre à la question de la légitimité de tel ou tel objectif de RSE. Le choix n'est pas de savoir s'il faut faire référence à une responsabilité qui procèderait de la morale ou à une responsabilité mécanique de type juridique. Faire procéder la RSE d'une logique morale immanente est assurément le plus mauvais service à lui rendre. Quel impératif moral catégorique est à l'œuvre ? Quelle instance est légitime pour dire ce qui est légitime dans la RSE ? Quand on n'est pas à l'aise sur le terrain de la légitimité, on invoque les absents : il faudrait agir pour préserver le bien être des générations futures ? Ont-elles été consultées ? Qui peut s'arroger le droit moral de parler en leur nom ou en celui de l'équilibre écologique de la planète ?

D'où une confusion des termes et de pures déclarations d'intention : « Les entreprises s'efforcent d'élever les normes liées au développement social... »³. Ici pas de régulation, les gentilles entreprises élèvent des normes et prennent des « mesures adéquates ». La RSE est singulièrement mal partie si elle se situe sur une confusion morale. Pour Robé (2009), cette appréhension de la RSE repose sur « les seules force de police de la morale kantienne » (*ibid.*, p. 3). S'il y a normes, elles doivent procéder d'une autorité capable de les édicter. Or, il en existe une qui est efficace, c'est celle de la loi. Dès lors les choses sont simples : s'il y a défaut, il y a sanction ; s'il y a dommage, il y a réparation.

En démocratie, les systèmes de représentation politique ont une légitimité absolue

pour s'emparer de tout sujet, statuer sur eux... et décider que les entreprises ont une responsabilité particulière vis à vis de la société dans son ensemble. C'est aux instances politiques, si elles le jugent utile, de définir des normes environnementales et sociales et de sanctionner ceux qui ne les respectent pas. L'aiguillon de la responsabilité morale est une légitimité par substitution qui indique pourquoi agir dans un sens. Or la responsabilité morale a, comme point d'application, les individus personnes physiques qui seuls ont une « âme » ou pour être plus précis des raisons impersonnelles au sens de Boudon (2007, 2012). En matière de RSE, les préoccupations ne sont pas universelles même si un vocabulaire sur la planète et l'avenir de l'humanité peut le laisser croire. Elles sont singulières dans l'action et marquées par le contexte. Leur opérationnalisation ne relève pas d'une logique catégorique et universelle de type kantien. C'est toute la faiblesse d'un faux impératif moral qui ressort. Il peut dégénérer en moralisme, qui lui-même peut dégénérer en bien-pensance et en bonne conscience, qui elles-mêmes dégénèrent en hypocrisie et jeux d'apparence. « Vendre » l'objectif de la RSE en le positivant, en le présentant comme un investissement à long terme pour les entreprises, en « démontrant » qu'il s'agit là d'un gisement de productivité et de compétitivité, n'est pas crédible, ni suffisant. Le lien RSE et performance n'est pas facile à démontrer même en utilisant la valeur partenariale comme mesure (Margolis *et al.*, 2007). Le mécanisme de régulation principal ici mis en œuvre est la seule satisfaction

3. Livre vert, Communautés européennes, p. 4.

morale de l'exemplarité. C'est faible car fondamentalement la RSE revient à réinternaliser des externalités. Or ce mécanisme induit forcément des coûts qu'une entreprise préfère *a priori* ne pas supporter ou supporter le moins possible par rapport à des concurrents qui y échapperaient. Dire que la responsabilité sociale de l'entreprise la conduit ou devrait la conduire à voir plus loin que la seule réalisation de bénéfices ou d'un profit à court terme, n'est pas suffisant. Il manque quelque chose qui soit efficace, non pas pour désigner l'objectif, mais pour sanctionner les actions et les comportements des individus et des entreprises qui ne sont pas *jugés* socialement responsables. À ce niveau il faut élargir le périmètre des parties prenantes. La notion de tiers affectés englobe les parties prenantes actuelles et futures, éventuellement non identifiées aujourd'hui. C'est typiquement le cas pour les conséquences des déséconomies externes, vis-à-vis de l'environnement par exemple. Cette notion permet d'aller au-delà d'une structure statique d'engagements contractuels et d'introduire une dynamique de relations économiques avec des tiers futurs et/ou collectifs (la nature, la société, etc.), mais individualisables. Une des conséquences juridiques de cette problématique est la notion d'action collective en responsabilité (ou *class action*).

L'opérationnalisation de la RSE passe immanquablement par les mécanismes juridiques de mise en jeu de responsabilité. La thèse de cet article s'exprime dès lors assez simplement : la mise en œuvre de la responsabilité sociale de l'entreprise conçue comme une singularité passe par la responsabilisation. Or le mécanisme juridique de limitation de responsabilité des décideurs et des actionnaires contrôlants introduit

une digue asymétrique dans la responsabilisation des décideurs économiques. Pour les rendre pleinement responsables, il faut logiquement faire exploser le mécanisme juridique de limitation de responsabilité. Ainsi le mécanisme le plus efficace pour contraindre les comportements est la mise en jeu de la très classique responsabilité civile qui se traduit en dommages et intérêts au profit des tiers affectés par l'action de l'entreprise (Robé, 2009). La responsabilité nécessite comme point d'application des personnes juridiques : les sociétés et/ou leurs dirigeants. Ce sont elles qui paieront les dommages et intérêts. Par un effet d'anticipation, les entreprises-sociétés vont anticiper l'élargissement du périmètre des risques, recourir à des contrats nouveaux d'assurance, couvrir les risques par d'autres moyens (reports ou portages juridiques...), bref un apprentissage se met en place qui va se traduire par une modification des comportements et une internalisation des contraintes. À défaut, la diffusion de bonnes pratiques se fait aussi par la sanction.

La mise en jeu de la responsabilité des détenteurs du pouvoir de contrôle permet de leur faire subir le poids des dommages. La reconnaissance juridique permet de clarifier les bénéficiaires d'une réparation : les intérêts affectés, c'est-à-dire les parties contractuelles ou non contractuelles impliquées par les conséquences des décisions de l'entreprise. Les débiteurs de cette responsabilité sont les dirigeants et/ou d'autres personnes à définir.

III – LE RÔLE CENTRAL DES ACTIONNAIRES CONTRÔLANTS

Or, un aspect essentiel du capitalisme contemporain est l'existence de groupes

d'actionnaires contrôlants qui exercent un pouvoir sur les organes de décision et sur les décisions prises. L'actionnaire contrôlant se réapproprie la maîtrise des actifs réels de l'entreprise en exerçant une fonction de contrôle stratégique. Il faut tout de suite dire que cette fonction est utile : elle est un élément du processus de création de valeur. Le pouvoir économique revient dans l'entreprise et il n'est pas un intrus.

1. Le capitalisme de contrôle actionnarial

Le caractère essentiel du régime capitaliste est que la détention de capitaux, singulièrement des actions, assure aux bailleurs de fonds le pouvoir prédominant dans l'entreprise. Ce ne sont pas les seuls acteurs économiques à avoir du pouvoir, mais le leur est primordial. Ils ont un droit de contrôle. Ce droit n'appartient pas à tous les bailleurs de fonds. Les prêteurs sont des financiers souvent plus importants en masse que les autres. Ils n'ont pas pour autant le pouvoir économique.

Les choses sont simples : la société a la propriété des biens et des actifs de l'entreprise. Les mandataires de la société dirigent l'entreprise. La propriété actionnariale peut donner la domination sur l'entreprise. Le terme domination fait intervenir une relation de pouvoir. La propriété est statique. La mise en dynamique vient de l'existence d'une relation de pouvoir et de contrôle. C'est le *dominium* latin qui évoque, nous rappelle Ripert, tout autant la propriété que le pouvoir. Les actionnaires contrôlants sont des actionnaires dominants. Par le jeu des rapports de pouvoir, un bloc de contrôle suffit. Dès 1951, Ripert estime que le tiers des actions suffit pour contrôler une société. Nous ne sommes pas loin des 20 % évoqués

par La Porta *et al.* en 2000, et avant eux par Berle et Means.

Les points de droit les plus essentiels introduits par la société par actions sont la limitation de la responsabilité des actionnaires et la séparation de la propriété de la direction. La fiction actionnariale conduit le droit des sociétés à présenter les actionnaires comme dirigeant l'entreprise. Juridiquement, les dirigeants sont désignés par les actionnaires. C'est la logique juridique, elle est source de légitimité. Économiquement, les dirigeants sont le centre de décision de l'organisation économique. Ils dirigent, c'est-à-dire produisent des décisions d'allocation des ressources et d'assumption de risques. Pour Ripert (1951) les petits actionnaires n'ont pas l'esprit d'entreprise, mais l'esprit d'épargne et de spéculation. Il apparaît comme l'anti-Berle et Means en considérant que les petits actionnaires sont des « passants » qu'il ne faut plus voir comme les maîtres ou les propriétaires. Leurs apports en capitaux est utile : « le risque existe et un bénéfice légitime en est la contrepartie » (Ripert, 1951, p. 108). Ripert n'a pas dit « le » bénéfice » !

L'actionnaire de contrôle, quant à lui, n'exerce pas au sens strict un droit de propriété sur les actifs économiques mais c'est tout comme. Il se réapproprie les attributs économiques de la propriété des actifs réels. Il n'exerce pas un droit de propriété mais un pouvoir médiatisé par la propriété structurée d'un bloc d'actions ou d'une coalition d'actionnaires. Sa situation est proche de celle d'un propriétaire des actifs sans en avoir les inconvénients : la responsabilité illimitée du fait de choses. Est-il dès lors concevable que sa responsabilité reste limitée à ses seules actions ?

La situation créée par l'actionnaire contrôlant est nouvelle. Il bénéficie d'un pouvoir économique qui lui impose des devoirs particuliers. Il n'est plus assimilable à un actionnaire standard. Il devient membre de l'équipe de direction. Pour Robé (2011), l'actionnaire de contrôle, qui agit comme un quasi-proprétaire en contrôlant le projet économique et donc l'utilisation des actifs de la société, ne commet pas un abus de pouvoir car il jouit des prérogatives juridiques permises par le contrat de société, mais abuse du privilège de responsabilité limitée. Il doit donc être exonéré de cet avantage et devenir totalement responsable des conséquences de son intervention dans l'entreprise. L'actionnaire de contrôle ne peut cumuler le pouvoir et l'exonération totale de responsabilité dans les conséquences des décisions auxquelles il est associé dans l'entreprise. Il a aussi une responsabilité fiduciaire vis-à-vis des autres actionnaires, c'est-à-dire les minoritaires (Cronqvist et Nilsson, 2003). Il est lié avec eux par un contrat implicite. En revanche tout risque supplémentaire et spécifique assumé en plus par rapport aux actionnaires externes légitime une rémunération spécifique des actionnaires contrôlants. À défaut, ces derniers deviendraient des passagers clandestins.

Le conflit d'agence qui a été historiquement privilégié dans la littérature managériale est celui entre les dirigeants et une masse d'actionnaires atomisés et homogènes. Il n'est plus pertinent. La réalité de phénomènes de pouvoir doit être introduite avec la reconnaissance de logiques de coalition entre actionnaires contrôlants et hauts dirigeants (Charreaux, 2003 ; Le Maux, 2003, 2008). Ces deux groupes partagent le même objectif, possèdent une vision à long terme

de leur présence dans l'entreprise, ont accès à la même information stratégique interne et profitent des mêmes asymétries d'information avec les autres parties prenantes. Ils s'approprient, chacun dans son registre, une part des bénéfices bruts de l'entreprise : sur-rémunérations, avantages divers, association au capital, hochets symboliques du pouvoir pour les dirigeants, rémunération implicite sous forme de bénéfices privés pour l'actionnaire contrôlant. Dirigeants et actionnaires de contrôle sont associés dans la prise de décision stratégique. Ils impriment leur vision du long terme à la temporalité stratégique de l'entreprise. Tous deux investissent dans l'entreprise une partie non diversifiée de leur capital : capital humain et réputation pour les dirigeants, capitaux financiers non diversifiés pour l'actionnaire de contrôle. Tous deux sont exposés au risque spécifique de défaillance de l'entreprise, bien davantage que les autres investisseurs externes qui peuvent diversifier leur mise de fonds et répartir les risques.

La référence à un groupe d'actionnaires contrôlants permet d'apporter une réponse à la double question fondamentale du management de l'entreprise : d'où procèdent la légitimité des décisions prises et qui est responsable de leur indispensable contrôle ? Cette situation entraîne trois conséquences remarquables et en apparence contradictoires : l'émergence d'une inégalité entre actionnaires, l'explicitation d'une fonction de contrôle stratégique et l'existence de bénéfices privés.

Les formes juridiques de la rupture d'égalité

La logique initiale d'une société de capitaux est que le droit de vote est proportionnel au capital. Le principe d'organisation

interne devrait être « une action-une voix ». Dès lors, faut-il tout faire pour assurer l'impossible démocratie actionnariale ? À cette question, en fait idéologique, la gouvernance financière actionnariale répond affirmativement. C'est l'esprit des lois NRE et LSF et des dispositions réglementaires qui entendent réduire l'asymétrie d'information entre les actionnaires individuels et les actionnaires importants ayant un lien avec les dirigeants.

Cependant, très vite, la pratique a conduit à créer une (ou des) classe(s) d'action(s) de préférence dites à vote plural. Interdites par le législateur au début des années 1930, elles sont immédiatement réapparues sous la forme d'une possibilité de vote double pour les actions détenues par certains actionnaires. Cette rupture manifeste d'égalité de droit a été confirmée par l'article 175 de la loi du 24 juillet 1966. Il suffit d'une inscription nominative de plus de deux ans au nom du même actionnaire pour bénéficier du droit de vote double. Cette disposition en fait assez saine favorise les groupes de contrôle stable en ce sens qu'elle aménage le rapport pouvoir/participation au capital. Le contrôle notamment familial est une réalité et a besoin de ce type d'instrument. Les parts de fondateur méritent une analyse particulière. Elles introduisaient un déséquilibre sans limite entre actionnaires. Initialement, l'idée était de rémunérer le travail de départ fait par l'entrepreneur qui avait apporté idée et énergie pour créer et faire croître l'entreprise. Mais la loi de janvier 1929 avait permis de créer ces titres aussi bien lors de la constitution de l'entreprise que par la suite. Les termes juridiques ont évolué, les parts de fondateurs sont devenues des parts bénéficiaires. Celles-ci sont des droits « éventuels » sur la

société au sens où elles sont contingentes à l'apparition d'un bénéfice. La légitimité de ces parts qui représentent l'effort initial des fondateurs ou de ceux qui apportent leur « industrie » et leurs compétences, est au départ facile à comprendre. Réserver à certains une partie fixe et perpétuelle du bénéfice en rémunération de services est dans tous les sens du terme une rente aux dépens de la masse des actionnaires. Créer une catégorie d'actifs financiers qui consacrait leur durée infinie est difficile à justifier.

Ripert admet la légitimité de l'appropriation d'une partie du bénéfice par ceux qui dirigent la société et font figure d'entrepreneurs. Il bute sur une analyse morale : l'appropriation doit rester « convenable » car il ne faut pas prélever une « trop large part des bénéfices » (Ripert, 1951, p. 297). Même s'il n'avance aucune réponse satisfaisante sur la définition du quantum, il reconnaît la légitimité d'une interrogation sur la non-attribution des bénéfices en totalité au capital financier.

La concentration du capital-actions à des fins de pouvoir et de contrôle fait émerger un partenaire nouveau : le groupe de contrôle actionnarial, dit encore le « contrôlant ». Il s'agit d'aller plus loin que la logique des seuils juridiques de majorité ou de minorité. Le groupe actionnarial dominant détient le pouvoir à l'aide du contrôle d'un bloc d'actions soit en les détenant, soit en disposant indirectement des droits qui leur sont attachés. Il existe à côté de la détention simple, des logiques, des architectures et des instruments juridiques qui conduisent à créer un bloc de contrôle. Des logiques tout d'abord : celle du capitalisme familial où les actions sont détenues par divers membres d'une famille, souvent issus ou parents du fondateur, qui

complémentaires de vision et de maîtrise qui implique le contrôle de ressources. Pour Schumpeter, « dirigeants salariés, gros et petits actionnaires », ont remplacé l'entrepreneur sans pour autant en avoir repris toutes les responsabilités. Depuis le « crépuscule de l'entrepreneur individuel », la fonction d'entreprise est plus ou moins bien partagée. Or, elle recouvre une dimension visionnaire et stratégique. La mise en perspective temporelle conduit à articuler le passé et l'avenir, ainsi qu'à définir les temporalités du temps long et du temps court. Une attitude rétrospective fait appel au passé, à l'histoire, à la culture de l'entreprise, en résumé à ses richesses cognitives. Une orientation prospective des choix conduit à imaginer et à interpeller l'avenir ; la clairvoyance, la construction stratégique, le temps long en sont l'expression. Quant au présent, il consiste à articuler les rythmes et les tensions du temps long – le temps stratégique – avec celui du temps court de l'opérationnalisation.

Les actionnaires de contrôle se définissent comme étant ceux qui exercent une influence dominante sur les décisions stratégiques de l'entreprise. Ils possèdent, en outre, un accès privilégié aux informations internes. Les actionnaires de contrôle sont-ils rémunérés pour cela ? La réponse immédiate consiste à dire qu'il le faudrait en vertu du principe selon lequel un travail créateur de valeur pour la totalité de l'entreprise mérite une rémunération. De manière plus économique, on dira qu'une incitation est nécessaire pour couvrir les coûts spécifiques auxquels ils s'exposent. Si tel n'était pas le cas, on créerait un phénomène de passager clandestin au profit des autres actionnaires qui ne supporteraient pas les coûts de surveillance et de contrôle stratégique. Les bénéfices pri-

vés prennent alors une importance cruciale dans le mécanisme du contrôle actionnarial (Barclay et Holderness, 1989).

Les bénéfices privés

La notion de bénéfices privés, ou encore bénéfices du contrôle ou rente du contrôle, est-elle la simple contrepartie de la valeur psychologique que les actionnaires attachent au contrôle ? Se limite-t-elle à la valeur monétaire des avantages en nature directs et personnels dont profite l'équipe dirigeante ? Il ne faudrait pas nier l'existence de revenus distribués sous forme de prestige, de reconnaissance sociale, de voitures de fonctions ou de notes de frais (Bebchuk et Jolls, 1999). Cependant il ne faudrait surtout pas limiter l'analyse à des symboles qui se situent très en aval dans le processus de répartition des bénéfices. Il convient d'aller en amont dans la génération/répartition du revenu économique de l'entreprise dont une partie peut être détournée d'une logique d'optimalité économique :

- en rémunérant de manière excessive certains acteurs internes qui s'approprient une partie de la valeur aux dépens d'autres,
- en effectuant des transferts de valeur à des tiers,
- en refusant de profiter de la totalité de l'avantage concurrentiel de l'entreprise dans son environnement.

Il est important de souligner la multiplicité des formes sous lesquelles les bénéfices privés apparaissent (Le Maux, 2003). La conclusion importante de cette diversité est qu'il est indispensable d'en avoir une définition large (Nussenbaum, 1998). Les bénéfices privés sont à la fois la conséquence et la manifestation d'une situation de contrôle économique (Dyck et Zingales, 2004). On distingue cinq leviers sur lesquels peuvent

agir les membres de la coalition de contrôle pour s'approprier directement une partie de la richesse économique avant toute extériorisation sous forme de bénéfices publics. Les modes d'extraction identifiés ci-dessous vont bien au-delà des bénéfices privés traditionnels :

- un accès privilégié à l'information,
- la possibilité de gestion du résultat comptable affiché,
- l'organisation en structure pyramidale,
- la diversification de l'organisation,
- le *tunnelling* ou siphonnage (Johnson *et al.*, 2000).

2. Le contrôle : un contrat implicite

La fonction de contrôle est légitime économiquement dès lors qu'elle améliore la productivité économique ou améliore l'information. Améliorer la productivité signifie réduire les coûts, augmenter les revenus ou les deux. Cette fonction économique de contrôle est différente de la fonction économique d'apporteurs de capitaux risqués qui est celle des actionnaires. La fonction économique de contrôle est mise en œuvre par l'actionnaire contrôlant mais bénéficie aussi aux actionnaires minoritaires, c'est sa légitimité économique. Elle donne cependant lieu à une relation à équilibrer entre contrôlants et minoritaires (Wu et Wang, 2005). Il s'établit en effet une relation d'agence car autrement les minoritaires seraient dans la situation de passagers clandestins en profitant sans coût ni perte d'un surcroît de rémunération lié à un travail de contrôle fait par d'autres. En revanche si on situe la fonction de contrôle comme une activité économique qui trouve sa place dans un contrat implicite, se posent les questions judicieuses du niveau de rémunération

tacitement convenue pour cette activité et de la durée de son contrat.

Les arguments qui définissent le contrat de contrôle sont :

- les coûts de contrôle,
- les bénéfices privés, ou rente du contrôle, qui s'expriment par un taux d'appropriation au profit du groupe de contrôle avant calcul des bénéfices nets destinés aux actionnaires, majoritaires ou minoritaires,
- la part du capital détenue par le groupe de contrôle,
- les bénéfices bruts réalisés suite à l'activité de contrôle par différence avec ceux qui auraient été réalisés sans cette activité.

Les actionnaires contrôlants supportent des coûts spécifiques pour assurer la fonction de contrôle de la gestion de l'entreprise. Ces coûts s'expriment sous la forme d'une illiquidité de leur participation bloquée à un niveau seuil définissant le contrôle, sous la forme de coûts liés à une non-diversification de leur patrimoine financier contraire à la logique de portefeuille, sous la forme de charges liées à des missions d'expertise ou d'audit stratégique, sous la forme de temps passé... Ces coûts réels ou d'opportunité, sont ceux qui sont exposés à l'occasion d'une activité d'analyse, d'évaluation ou de suivi stratégique. En contrepartie de l'exercice de la fonction de contrôle, il est logique que le groupe de contrôle perçoive une rémunération spécifique (Bebchuk et Fried, 2003).

Toutefois, comme tout contrat implicite, il est facile pour l'une des parties d'abuser de la situation lorsqu'elle est en position de force. Ainsi la coalition de contrôle, composée des actionnaires contrôlants et des dirigeants, peut détourner le contrat à son unique avantage.

Au niveau théorique, la première conséquence importante est que l'appropriation privée est bornée par des contraintes maximum que les économistes appellent des contraintes de participation : il en résulte que les bénéfices privés sont autocontrôlés pour que puisse s'établir un contrat relationnel. À l'équilibre, le taux de participation de l'actionnaire contrôlant est fixé à un optimum qui dépend des caractéristiques et des perspectives de chaque firme (At *et al.*, 2006, 2007). Même s'il existe des contraintes globales qui conditionnent les coûts de contrôle (par exemple, l'environnement légal ou les règles de gouvernance), les autres éléments sont spécifiques. Cela conduit à l'hypothèse développée par Demsetz et Lehn (1985) selon laquelle la structure de propriété de la firme ne doit avoir aucune incidence sur sa valeur ou sa profitabilité. En effet, dans le cadre d'un contrat relationnel, les deux parties s'accordent sur les termes d'un contrat de contrôle dont fait partie le taux de participation au capital de l'actionnaire dominant⁵.

IV – LA RECONNAISSANCE D'UNE RÉMUNÉRATION SPÉCIFIQUE

Faut-il aller vers un contrat de contrôle explicite prévoyant dans les sociétés cotées une rémunération propre ? Une réponse positive permet d'introduire une distinction entre actionnaires contrôlants et les autres. Les actionnaires extérieurs ou minoritaires sont des parties prenantes de l'entreprise à l'instar d'autres. Ils doivent continuer à bénéficier de la responsabilité limitée aux apports. C'est la condition, minimale

pour attirer des investisseurs financiers. Il ne peut être question de remettre en cause cet attribut juridique dans une économie-monde de concurrence des systèmes juridiques et financiers.

La difficulté est d'estimer *ex ante* les bénéfices privés lors d'une éventuelle négociation explicite d'un contrat de contrôle. C'est extrêmement délicat car le gain économique du contrôle et les bénéfices privés qui seraient consentis par les actionnaires extérieurs trouvent souvent leur origine dans des décisions négatives de gestion, c'est-à-dire celles de ne pas faire telle chose plutôt que de faire quelque chose. Cela correspond à un effort insuffisant, à des sous-investissements...

Dans un système de gouvernance basé sur les blocs de contrôle, les bénéfices privés sont un moyen de rémunérer l'activité de contrôle. En particulier ce qui pourrait être négocié est le niveau des gains issus de l'activité de contrôle. La rémunération du contrôlant pourrait avoir une base objective en comparant le profit supplémentaire par rapport à une situation d'absence de contrôle. Cependant il est extrêmement délicat de mesurer ce qui se serait passé si le contrôle n'avait pas eu lieu... À l'opposé l'appropriation devient une expropriation quand elle se développe en l'absence de lien avec la performance de l'activité spécifique de contrôle. C'est la raison pour laquelle les systèmes légaux considèrent les bénéfices privés comme illicites et visent à protéger les petits investisseurs.

Quel est l'enjeu d'une reconnaissance explicite et donc légale de la responsabilité spécifique et de la rémunération de l'actionnaire

5. Sous réserve que ce taux soit d'un niveau suffisant pour garantir le contrôle. Par différence du précédent, il en découle le taux de détention des actionnaires minoritaires.

et qui leur seront ristournés. Il faudrait de plus réintroduire dans le schéma le gain supérieur d'efficacité provenant d'une meilleure rémunération-incitation dans le cas de surdividendes par rapport à des bénéfices privés coûteux à dégager. La convergence vers un optimum mixte « bénéfices privés + surdividendes » reste en théorie possible dans ce schéma. Le résultat dépend de la forme de la fonction des coûts d'extraction économisés (At *et al.*, 2006, 2007). La possibilité d'un optimum qui serait situé à 100 % bénéfices publics, et donc à une renonciation totale des bénéfices privés, est plausible en cas de coûts d'extraction fortement croissants.

Dans ces conditions, les minoritaires qui sont en asymétrie d'information savent que si le contrôlant accepte un contrat de surdividendes, il va déclarer 100 % de bénéfices publics. Dès lors ils savent que le contrôlant rationnel ne triche plus. Une source de risque pour l'investisseur extérieur disparaît car en situation d'asymétrie d'information, le minoritaire ne sait pas si le contrôlant exproprie ou pas. L'obtention d'une situation équilibrée sur le marché se fait par signalisation : un contrat de contrôle explicite avec un taux de surdividendes accepté signifie une entreprise avec des bénéfices publics affichés augmentés (au moins d'une partie) des coûts d'extraction économisés. L'entreprise se révèle comme plus performante qu'elle n'apparaissait sur la base de ses bénéfices publics antérieurs qui étaient grevés d'une rente de contrôle. Les actionnaires minoritaires qui font le marché rejetteraient un contrat de surdividendes s'ils n'en tiraient pas une amélioration de gain. Un bénéfice publié supérieur toutes choses égales signifie une plus grande valeur boursière pour les actionnaires minoritaires. Ce

signal permet au marché de distinguer les entreprises qui, n'ayant pas signé de contrat de surdividendes, sont suspectes de maintenir des bénéfices privés et donc de minorer leurs bénéfices publics. En présence de contrat de surdividendes explicitant une rente de contrôle, la rémunération de capitaux propres serait ainsi augmentée pour les actionnaires de contrôle et pour les autres actionnaires.

Même si les bénéfices publics sont dirigés en priorité à l'actionnaire de contrôle sous forme de quote-part affectée, il se met en place une autorégulation sous la forme d'un contrat de contrôle visant à déterminer le montant annuel du surdividende du contrôle. Les actionnaires-investisseurs n'ont intérêt à verser cette rémunération que sous hypothèse d'une création de bonnes pratiques et d'incitation du groupe de contrôle à remplir sa fonction stratégique. Le contrôlant ne remplit cette fonction et n'assume les risques spécifiques associés que si une rémunération est attribuée. Il s'agit d'un jeu répété qui n'a de sens que s'il crée une valeur économique répartie entre l'actionnaire contrôlant et les autres. La conclusion du contrat, c'est-à-dire l'affichage explicite d'un surdividende du contrôle, apparaît aux tiers comme le signal positif d'une convergence qui a temporairement abouti. Se met en place un équilibre séparatif dans le temps avec un jeu multi-période qui facilite le renouvellement du contrat de partage les années suivantes et donc pousse les parties à créer une valeur supplémentaire par le biais de ce type d'incitation. La boucle est aussi positive en permettant d'identifier les entreprises pour lesquelles il n'est pas versé de surdividendes de contrôle alors même que leur situation de contrôle est objective. Ce serait alors le signal négatif

d'un maintien des bénéfices privés et donc la possibilité d'une régulation externe avec un risque accru d'OPA pour elles.

Enfin, la fiscalité peut venir interférer sur la mécanique d'autocontrôle et sur l'apparition d'un contrat de contrôle. En effet, les surdividendes sont calculés et répartis après impôts. Cet argument peut être contrebattu par le fait que les coûts d'extraction de bénéfices privés ne sont pas tous déductibles et sont payés en brut par le groupe contrôlant (par exemple amendes) ou encore sont des pertes d'opportunité (perte de réputation). Dans une analyse élargie de l'incidence économique de la règle de droit, il faudrait tenir compte aussi des sommes collectées par l'État dans le cadre de l'impôt sur les bénéfices.

Les développements précédents ont permis de dresser les points qui font levier pour une cohérence des pratiques :

- Les actionnaires contrôlants ne bénéficient plus de la responsabilité limitée aux apports. Ils exposent leur responsabilité dans l'exercice de leur fonction de contrôle stratégique de l'entreprise.
- La RSE élargit le champ de la responsabilité de la société par rapports aux conséquences directes ou indirectes de ses décisions. Le mécanisme de ré-internalisation de la RSE est celui de la responsabilité juridique suite aux dommages causés. Le périmètre juridique est celui des intérêts affectés même lorsqu'ils sont non contractualisés avec des tiers.
- Les actionnaires de contrôle peuvent bénéficier d'une rémunération particulière sous forme d'un surdividende du contrôle. Celui-ci est soumis et approuvé par l'assemblée des actionnaires.

CONCLUSION

D'un point de vue fondamental, se pose la nécessité de redécouvrir les phénomènes de pouvoirs qui ont souvent été aseptisés sous l'image de forces externes du marché fonctionnant comme une sorte de *deus ex machina*. Ceux-ci viendraient fondre sur l'entreprise qui ne respecterait pas la discipline de marché. Le pouvoir est une relation permanente entre des acteurs ; il est présent dans les relations économiques dans l'entreprise ou entre entreprises ; il se manifeste avec les parties prenantes internes comme externes. La manifestation la plus simple de ce pouvoir économique est l'existence fréquente d'un contrôle économique-financier de l'entreprise par un actionnaire dominant dont il faut comprendre la logique.

La régulation de l'entreprise par le contrôle actionnarial peut être une forme socialement efficace de régulation économique. Le retour de quasi-propriétaires peut être l'occasion de reconnaître à l'actionnaire contrôlant des responsabilités élargies dans les domaines sociétaux et environnementaux.

On objectera que les propositions faites ici sont apparemment archaïques. Elles traduisent un certain retour vers des formes sociales qui ont eu leur gloire au XIX^e siècle, tout particulièrement la commandite. C'est indéniable. La différence est cependant de taille avec l'entreprise industrielle du XIX^e siècle dont le périmètre de responsabilité était réduit et dont le processus de décision était plus simple dans un monde assez stable. Les choses ont radicalement changé avec des entreprises mondialisées, prenant des décisions complexes aux conséquences multiples dont elles doivent aujourd'hui

assumer la responsabilité directe et indirecte envers des tiers connus ou même non immédiatement identifiés. La notion de tiers affectés est très large et donc source de dangers. Le mécanisme de RSE peut jouer à plein puisqu'il est fondé sur une responsabilisation sans garde-fou aux dommages créés dans le contexte sociétal de l'entreprise. L'irresponsabilité organisée (ou la responsabilité limitée) des actionnaires contrôlants pourrait très bien n'avoir été qu'une parenthèse qui aura rythmé les phases du développement du capitalisme actionnarial. L'important est que la prise de risque économique soit financièrement rémunérée sans trop d'externalités et avec le minimum de rente. Tel est le principe fondateur du capitalisme en tant que système d'organisation de l'activité économique.

En termes de conséquences pour les sciences de gestion, il ressort de l'analyse menée que le conflit entre finalité actionnariale et finalité partenariale dans le paradigme de création de valeur apparaît quelque peu dépassé, de même que les interrogations sur la gouvernance actionnariale. Notre analyse privilégie certes une finalité actionnariale, mais la rationalité de référence n'est plus totalement la même puisque les risques liés à l'équilibre des relations partenariales se sont invités dans la logique des choix. La responsabilisation aux contraintes issues des parties prenantes s'effectue *en direct* par la suppression la responsabilité des actionnaires limitée à leurs seuls apports financiers. Les parties prenantes interviennent non pas indirectement *via* la répartition de la valeur créée,

mais sous la forme du potentiel de risque qui pèse sur le groupe actionnarial de contrôle. Ce risque n'est pas uniquement de nature financière, mais relève aussi d'une incertitude de nature entrepreneuriale.

Un autre élargissement, au-delà des parties prenantes contractuelles, est la référence à la notion de tiers affecté. Les risques RSE font l'objet ici d'une invitation directe au débat. Du point de vue de l'analyse de la rationalité des comportements, la doctrine managériale n'est plus dépendante de la théorie stricte de choix rationnels identifiant obligatoirement un intérêt personnel de l'acteur ou une utilité. Il existe des raisons impersonnelles, des préoccupations, des croyances qui se présentent comme raisonnables. Le concept de RSE trouve ici une légitimité en tant qu'élément d'une rationalité qui n'est plus uniquement instrumentale, mais axiologique (Boudon, 2012 ; Weber, 1920).

Les implications managériales sont importantes car, s'il s'agit toujours de créer de la valeur, il faut aussi analyser et structurer les risques de toutes formes alors même que le groupe de direction de l'entreprise n'est plus protégé par la digue de la responsabilité limitée aux apports. Ces incertitudes sont de nature imprévisible au sens de Knight car elles se manifesteront peut être demain par le biais des partenaires non identifiés. Cela ouvre un champ managérial nouveau en termes d'assurance, de partage, de report. La fonction d'entreprise et la nécessaire rémunération de l'incertitude entrepreneuriale par un profit, en ressortent renforcées (Knight, 1921).

BIBLIOGRAPHIE

- At C., Chappe N., Morand P.H. et Thomas L. (2007). « Protection des actionnaires et bénéfices privés : Doit-on aller plus loin que la loi ? », *Revue Économique*, vol. 58, n° 6, p. 1207-1220.
- At C., Chappe N., Morand P.H. et Thomas L. (2006). « Rémunération optimale des dirigeants : Faut-il interdire les bénéfices privés ? », *Revue d'économie politique*, vol. 116, n° 6, p. 831-846.
- Barclay M., Holderness C. et Sheehan D. (2001). "The block pricing puzzle", mars, Simon School of Business, working paper, www.ssrn.com
- Barclay M. et Holderness C. (1989). "Private benefits of control of public corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 371-395.
- Bebchuk L. et Fried J. (2003). "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, p. 71-92.
- Bebchuk L. et Jolls C., (1999). "Managerial value diversion and shareholder wealth", *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 15, p. 487-502.
- Berle A. et Means G. (1932). *The Modern Corporate and Private Property*, Commerce Clearing House, New York.
- Boubaker S. et Labégorre F. (2008). « Le recours aux leviers de contrôle : le cas des sociétés cotées françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, p. 96-124.
- Boudon R. (2012). *Croire et savoir*, Puf, coll. « Quadrige », Paris.
- Boudon R. (2007). *Essai sur la théorie générale de la rationalité*, Puf, Paris.
- Champaud C. (1993). « L'entreprise se lève à l'Est », *Droit et Gestion de l'entreprise – Mélanges Percerou*, sous la direction de Couret A. et al. (éd.), Vuibert Gestion, Paris, p. 75-92.
- Charreaux G. (2003). « Les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Banque & Marchés*, vol. 66, p. 47-51.
- Charreaux G. (2002). « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, p. 77-108.
- Commission européenne (2001). *Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises*, Livre vert, Office des publications des Communautés, Luxembourg.
- Cronqvist H. et Nilsson M. (2003). "Agency Costs of Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 4, p. 695-717.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985). "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.
- Dyck A. et Zingales L. (2004). "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 537-600.



Contents lists available at ScienceDirect

Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting



Voluntary disclosure of financial information by French firms: Does the introduction of IFRS matter?



Hubert de La Bruslerie^a, Heger Gabteni^b

^a DRM Finance UMR CNRS 7088, University Paris Dauphine, place du Mal de Lattre, 75116 Paris, France

^b Research lab, ESG Management School, 59 rue Nationale, 75013 Paris, France

ARTICLE INFO

Available online 11 October 2014

Keywords:

Publication score
Voluntary disclosure
Financial communication
Information policy
IFRS introduction

ABSTRACT

This paper addresses the relationship between mandatory and voluntary information. The introduction of IFRS in 2005 modified mandatory information requirements and influenced the content and level of the discretionary information disclosed by firms. This background allows us to test whether the complementary or substitution hypothesis dominates. A French firm data panel is used to empirically analyze the consequence of IFRS introduction. Referring to the 2003–2008 period gives a long-term perspective and allows us to identify discretionary communication policies by building a proprietary voluntary disclosure score. We find that voluntary disclosure policies experienced an upward swing with the introduction of IFRS, giving support to the complementary hypothesis. We also demonstrate a dynamic relationship between disclosure and the dispersion of analysts' earnings forecasts. The practical implication of the paper is to show that firms' discretionary communication policies follow both a long-term and a short-term component to meet analysts' demands for information. Our contribution is to refer to a long-term sample in one country where the environment and regulation context is homogenous. Our disclosure score index seems to be a good measure to outline that idiosyncratic communication policies are complex and strategic.

© 2014 Elsevier Ltd. All rights reserved.

1. Introduction

The voluntary disclosure of financial information is a key element of a firm's communication policy. It combines with the mandatory disclosure imposed by regulations or the external environment. Owing to this relationship, the introduction of IFRS in 2005 was a major change for European firms. In France, IFRS introduced an exogenous and one-off change in the level of mandatory information. This gives us an opportunity to see if it also introduced changes in the voluntary disclosure policy. Does voluntary disclosure increase, decrease, or stay unaffected?

This question has a theoretical background as financial communication refers to the reduction of the information asymmetries that exist between a firm and its stakeholders. Healy and Palepu (2001) outline the theoretical reasons why idiosyncratic disclosures may mitigate the potential informative and incentive problems that exist between managers and investors. The leading motivation of listed companies engaged in a strategic disclosure process is reduction in information asymmetry and in the cost of capital (Diamond & Verrecchia, 1991; Verrecchia, 1999). The problem is complex as voluntary disclosure should combine with mandatory information as requested by the institutional environment of the stock market. As such, the level of mandatory information is not set forever and may change. A typical example

is given by the introduction of new accounting standards in the 27 countries of the European Union.

Over a long-term period, communication policy and voluntary disclosure may change as far as the underlying mandatory information also changes. IFRS adoption is a topical example of exogenous pressures that may cause a change in voluntary information disclosure. However, the question of the communication policy of firms should not be analyzed as a simple one-way relationship between external causes and their consequences. The information processed by analysts is complex because they are not passive recipients of voluntarily disclosed information. According to Beyer, Cohen, Lys, and Walther (2010), "to date, little is known about the relations between firms' voluntary disclosure policies, mandatory disclosure requirements, and the information produced by security analysts" (p. 40). Given the interdependencies between causes and consequences, we have to consider the corporate information environment globally. If not, we could not conclude whether the whole information level is improved by the introduction of new accounting standards, or by endogenous changes in the setting of a specific communication policy at the firm level. Identifying the relative role of external/internal drivers at the firm's decision level is necessary.

Our main research question is whether voluntary disclosure has been affected by the introduction of IFRS. As IFRS are seen as an improvement in information quality in a complementarity framework, we hypothesize that mandatory IFRS adoption increases voluntary disclosure. This question of complementarity, or conversely of substitution,

E-mail addresses: hilb@dauphine.fr (H. de La Bruslerie), hgabteni@esg.fr (H. Gabteni).

between mandatory and voluntary information has seldom been studied empirically. The mandatory IFRS introduction therefore gives us an opportunity to implement an empirical analysis.

Voluntary disclosure may also refer to firms' long-term informational choices. The determinants of these choices may be specific to a firm. An expected consequence of the disclosure of useful information should be a reduction in information asymmetry. Following Byard, Li, and Yu's (2011) study, we state that, in addition to enforcement regimes, a long-term strategic disclosure policy conditions the impact of the switch to IFRS on the dispersion and accuracy of analyst forecasts. This justifies a methodology using disclosure scores over a relatively long period of time (2003–2008), which captures this long-term firm-specific policy.

To tackle the problem, we need to take into account the rationales of voluntary disclosure policy, which can have several dimensions, external pressure being only one of them. We identify the following questions:

1. Are IFRS among the determinants of the voluntary disclosure of firms in their annual reports?
2. What are the other motivations for voluntary disclosure?

The relative proportions of internal firm-driven motivations and external pressure are also addressed in this paper.

We use the time period covering the mandatory introduction of IFRS in European countries to analyze the reasons for changes in voluntary disclosure and in communication policy by firms. This analysis is conducted by using an empirical test. The characteristics of disclosure policies are analyzed by using self-constructed individual scores for French firms during the 2003–2008 period. By limiting the investigation to French firms, we also aim to hold constant the influence of institutional factors in determining accounting quality. The limitation of the sample to French markets is justified because IFRS initiated a major and uniform move for firms; contrary to other European countries, no early adoption option was offered in France before 2004, and the conceptual gap between international IFRS and the previously adopted French GAAPs was sensible.

We contribute to the extant literature by showing that voluntary disclosure is mainly a tool to develop communication policy at the firm level. Voluntary disclosure policy follows a rationale that is affected by changes in the mandatory requirements for information. We support the complementary hypothesis by demonstrating an increase in voluntary disclosure level following the IFRS introduction period.

By comparing the IFRS effect with the firm-specific effect, we show that voluntary disclosure scores are largely set at the firm level. We are able to capture these long-term firm-specific policies due to our score methodology and because our data were collected over a relatively long time period (2003–2008). We bring out that firms are fairly constant in their discretionary disclosure policies. We also demonstrate a dynamic relationship between disclosure and the dispersion of analysts' earnings forecasts. We show that the dispersion of analyst forecasts, which may be considered as a proxy of information asymmetries, is endogenous and is not improved either by voluntary disclosure in a communication policy framework or by IFRS introduction. Our findings are consistent with some prior works showing no obvious relationship between the quality of disclosed information and the quality of analysts' forecasts or IFRS introduction (Byard & Shaw, 2003; Byard et al., 2011). This result adds to the literature by documenting empirically the limited usefulness of voluntarily disclosed information. From a methodological point of view, we recognize the endogeneity in communication policies by using systems of simultaneous panel equations. With the exception of those of Marquart and Wiedman (1998), simultaneous equations have rarely been used in previous studies of disclosure.

2. Review of the literature

Voluntary disclosure follows the goal of reducing information asymmetry and thus favors a firm's valuation by investors in the market

(Diamond & Verrecchia, 1991; Kim & Verrecchia, 1994). These results appear only if efficient disclosure channels are used, if the disclosed information is valuable, and if the costs are balanced. Under these conditions, a positive link between disclosure and the reduction of information asymmetry develops. If costs exist, the scheme changes and voluntary disclosure may be limited by the costs incurred to analyze and understand the delivered information (Fishman & Hagerty, 1989). These costs limit voluntary disclosure as full disclosure is not socially optimal (Admati & Pfleiderer, 2000). The costs of disclosing information may explain why the full disclosure of information is not optimal at the firm level. At the same time, a global trend pulls up the level of mandatory disclosure. However, Fishman and Hagerty (2003) show that a relationship may exist between voluntary and mandatory disclosure only in the situation where investors are knowledgeable enough to understand a seller's disclosure. The standard result that voluntary disclosure probability is positively related to the gap between privately informed managers and uninformed investors is also questioned by Penno (1997). He shows that in certain situations the probability of voluntary disclosure is negatively related to the quality of information, i.e., a great asymmetry of information. Moreover, voluntarily disclosed information is supposed to be trustful and useful. Problems of misrepresentation can arise in cheap-talk models where managers disclose information to lead the value of the firm close to their own objective. Voluntary disclosure is then non-informative and develops in a framework of no cost to misreporting (Dobler, 2008). Mandatory disclosure and regulation may then be justified to balance poor quality disclosure or limited disclosure by firms due to costs (Admati & Pfleiderer, 2000).

The economy of voluntary disclosure also depends on idiosyncratic variables. Diamond and Verrecchia (1991) show that large firms are more inclined to disclose voluntarily because they rely more on institutional investors for whom liquid investment is important. Retail investors, who hold proportionately more shares in smaller firms, are less affected by such liquidity problems. According to Perotti and von Thadden (2005), firms who rely heavily on debt are less prone to public disclosure as banks (at least in Europe) can collect information directly by monitoring the firm. Conversely, firms who are more dependent on equity investors disclose more. As a consequence, the leverage and financing structure should be considered to analyze the voluntary disclosure decision.

From an empirical perspective, voluntary disclosure should be analyzed in relation to mandatory disclosure as we need to use mandatory information to identify voluntary information. Financial communications fulfill legal or statutory obligations and aim to increase the visibility and value of a company with regard to a target public population. A definition of mandatory standards is proposed by Depoers (2000), who distinguishes between financial communication and financial information. She defines financial information as all the legal obligations regarding publications. Therefore, financial communication constitutes "a space of freedom, a room for discretionary choices, which the manager can exploit to modify the accounting image of his company" (Dye, 1985; Raffournier, 1995). For instance, Gabteni (2009) considers financial communication as any strategic and non-mandatory information that is disclosed by an issuing company to any of its stakeholders.

An empirical consequence of the new mandatory IFRS is that firms become more transparent and therefore they bear the new potential costs of setting up communication policies to differentiate from others. At about the same time as the introduction of IFRS, a European directive was also introduced against insider dealing and market manipulation. This directive, called the Market Abuse Directive (MAD 2003/6/CE), also adds to the pressure to provide more information. An improvement in the accounting quality of a firm's reports is expected with IFRS and changes in mandatory information regimes. The concept of accounting quality is complex and can be defined in different ways (earnings management, loss avoidance). Beuselinck, Joos, Khurana, and Van der Meulen (2010) expect informativeness to increase transition to IFRS because the new accounting norms are higher than the previous ones.

Gebhardt and Novotny-Farkas (2011) also investigate the consequences of mandatory IFRS adoption. Loureiro and Taboada (2011) look at individual firms who voluntarily adopt IFRS in EU and non-EU countries and document an increase in stock price informativeness for “early” voluntary IFRS adopters.

However, it is difficult to isolate the impact of IFRS on the quality of financial information, as quality is a consequence of many factors. Chen, Tang, Jiang, and Lin (2010) compare the quality of the financial information offered by listed companies in 15 member states of the European Union and find an improvement between pre- and post-IFRS adoption. They show that the general business environment and institutional features of financial markets do not significantly explain this change. Zeghal, Chtourou, and Fourati (2012) present contrasting results, suggesting some limited improvement in earnings quality between pre- and post-IFRS. Daske, Hail, Leuz, and Verdi (2008) point out a reduction in the cost of capital to explain a better firm valuation following mandatory IFRS compliant disclosure, at least in countries where there is strong legal enforcement. However, the causal link between mandatory IFRS adoption and a market's assessment of firm value refers to an implicit improvement in accounting quality that is not documented in their study.

Recent papers are more dubious about the positive effect of IFRS on accounting information, particularly in a mandatory environment (Christensen, Lee, & Walker, 2008; Paananen, 2008). After surveying eight European countries, Chen, Jiang, and Skerratt (2013) conclude that earnings quality has improved only in France, Germany, and the Netherlands following IFRS adoption in 2005. Paananen and Lin (2009) find that the development of IFRS has caused the accounting quality of German firms to worsen over time. Jeanjean and Stolowy (2008) find that earnings management has not declined with IFRS in most European countries. Ahmed, Neel, and Wang (2013) go further, showing that IFRS firms exhibit significant increases in income smoothing, the aggressive reporting of accruals, and a decrease in timeline loss recognition. In contrast to these studies on mandatory adoption, Barth, Landsman, and Lang (2008) document positive results on voluntary IFRS adoption.

The mixed findings documented by prior studies also highlight that the effect of adopting IFRS on accounting quality can vary across countries. This is because countries' institutional structures play an important role in determining accounting quality through the country's legal and political systems (Byard et al., 2011; Daske, Hail, Leuz, & Verdi, 2013; Daske et al., 2008; Holthausen, 2009; Soderstrom & Sun, 2007). Even this point is debated, as Ahmed et al. (2013) in a recent study demonstrate that the non-relevance of IFRS to limit earnings and accounting management is the same in strong enforcement countries compared with others.

Voluntary disclosure is described as a strategic behavior by Gibbins, Richardson, and Waterhouse (1990) and Gietzmann and Ireland (2005). This may explain why mandatory and voluntary disclosures follow different rationales. Several studies have investigated the idea of a complementary relationship and confirmed the hypothesis that financial publication regulations provide investors with new and relevant voluntary information (Byard et al., 2011; Hope, 2003).

Numerous papers show a relation between voluntary disclosure at the firm level and company size, institutional ownership, analyst characteristics, and information asymmetry (e.g., Ajinkya, Bhojraj, & Sengupta, 2005; Borosan, 1997; Healy & Palepu, 2001; Lang & Lundholm, 1993, 1996). A firm may also decide not to disclose. For instance, Maskara and Mullineaux (2011) and Chemmanur and Tian (2013) document that some firms decide not to disclose information respectively on syndicated loan approvals and future dividend cuts. Strategic disclosure is also explained for those firms facing temporary difficulties or potential losses as a means of preparing the market for bad news (Skinner, 1994). Other elements are the costs attached to the disclosure decision, such as passing information onto competitors (Mohamed & Schwenbacher, 2014).

Voluntary disclosure is thus a strategic behavior that reduces information asymmetry and/or issues a positive signal regarding a firm's value. Disclosing valuable information or pure noisy information may explain the differences in asymmetry reduction. Gassen and Selhorn (2006) analyze the consequences of voluntary IFRS adoption by German firms. They note a decline in bid-ask spreads and an increased volatility of stock prices for IFRS adopters compared with other firms. Differences in earnings quality between the two groups of firms are also highlighted. Karamanou and Nishions (2009) also examine the interplay between voluntary disclosure, mandatory disclosure, analysts' forecast properties and information asymmetry. They show that the voluntary adoption of IFRS reduces the cost of capital (in line with Daske, 2006; Daske et al., 2008).

In the context of the introduction of IFRS, Byard et al. (2011) demonstrate that IFRS do not significantly support increased accuracy in forecasting. The legal influence is strongly moderated by firm-specific variables. The empirical tests then appear as joint tests of the analysts' system efficiency and the quality of information. Amir and Lev (1996) introduce the “informativeness” idea with regard to financial information. Firms supplement poor fundamental informativeness with additional information (Chen, Defond, & Park, 2002; Lougee & Marquardt, 2004). The management of informativeness lends support to the communication policy concept we propose to address by using a voluntary disclosure score at the firm level.

3. Hypotheses development

We examine voluntary disclosure policy by using a proprietary discretionary information score above and beyond mandatory IFRS. As such, we intend to take into account the external environmental conditions and idiosyncratic dimension through a long-term analysis.

A first step is to consider IFRS (as a stylized proxy for the exogenous pressure of the institutional environment) as a major conditioning variable in the voluntary disclosure of information. The terms, schedule, and conditions for IFRS introduction were different among European countries. Formal introduction should have been effective at the latest at the end of 2005 for each of the 27 European countries (EU directive No. 1606/2002, adopted 19/07/2002). The rule is mandatory for only listed companies that disclose consolidated accounts. In some countries (e.g., Germany), the voluntary early adoption of IFRS rules was possible and a number of firms did so. This option developed early adopter and mimetic behaviors. The EU also provided an option to adopt IFRS for individual companies' accounts (Article 5 of the EU directive). This option was not followed by many countries, including France where individual financial reporting continued to follow local accounting standards.

Furthermore, the shock resulting from the introduction of IFRS was different among countries as the changes from previous local standards may have been large or limited. In some countries, the newly introduced IAS/IFRS were close to local accounting standards, as in the UK. Thus, the agenda, scope, and effects of the introduction of IFRS were very different between European countries. The legal system in place and a firm's overall institutional settings explain why enforcement differs by country. A cross-country analysis needs to classify each country according to the difference between prior local GAAPs and IFRS and according to the strength of its enforcement procedures (Chen et al., 2013). As a result, IFRS introduction does not yield a perfect homogenization of the information environment in Europe. Cross-country differences are likely to remain in accounting quality, as suggested by Soderstrom and Sun (2007). These differences explain why we limit ourselves to a unique information environment in which IFRS introduction homogeneously affects firms. Thus, we considered the listed firms belonging to the French SBF 120 stock index.

In addition, we should take into account the constant evolution of the whole financial information system in many countries, particularly those in Europe. An exogenous trend improves the mandatory level of the financial information delivered by firms. All of this should result in

the better quality or usefulness of financial information with regard to its end users.

Our first goal is to examine changes over time in the scores regarding voluntarily disclosed information. To analyze the financial communication policies of the French SBF 120 firms before and after the implementation of IFRS, we need to question the exogenous determinants of voluntary disclosure. IFRS aim to improve the financial information offered to the public and make firms more transparent to investors. A single change in a regulatory and normative framework can be enough to modify the communication behavior of the listed firms, which is often strategic. However, other variables may condition voluntary disclosure, including size, risk, financial leverage, shareholder ownership, and number of analysts. Cormier and Magnan (2003) consider these control variables in a previous study of voluntary disclosure by French firms.

The relationship between voluntary disclosure and IFRS is only one aspect of the question. We need to address the issues of the relevance, utility, and quality of the delivered financial information. Firms can engage in strategic communication for idiosyncratic purposes. If such policies exist, they are built within a time dimension that may cover several instances of information reporting.

We should also condition the disclosure decision by using the quality of earning forecast by analysts, similarly to Francis et al. (2008). Analysts, in their prescriber's role, are the first targets of a firm's communication policy. Earnings quality influences disclosure decisions, which therefore follow an endogenous process.

We first see mandatory IFRS adoption as a simple event in a global trend of increasing information requirements. It is only one element of the pressure by outsiders for more or better information. Numerous research on IFRS adoption in Europe and in France (Ahmed et al., 2013; Chen et al., 2010; Jeanjean & Stolowy, 2008) strongly question the positive consequences of IFRS introduction. They particularly demonstrate that the quality of information does not improve significantly with IFRS. As a consequence, it may enhance demand for more information to be voluntarily disclosed by firms. This view support hypothesis H1 linking IFRS with an increase in voluntary disclosure (complementary hypothesis).

H1. The introduction of IFRS explains increases in the voluntary disclosure index scores (complementary hypothesis).

The opposite approach argues that the offer of voluntary information is explained by a balance of the costs and benefits (Verrecchia, 2001). The aim of reducing the asymmetry of information is partly covered by the improved quality of the mandatory information. Therefore, the alternative to H1 is a substitution hypothesis, where IFRS introduction does not imply an increase in voluntary disclosure.

In addition to the regulatory context, the voluntary disclosure of financial information is also determined by the firm's characteristics. We hypothesize that firms follow a voluntary communication policy. Large firms or members of the top-tier CAC 40 stock index are more outstanding than other firms. Because of their larger size, these firms can distribute the cost of disclosure. Profitability may also play a role in absorbing these costs. The size of large firms enhances the importance of their financial communication policies. High leverage and high risk increase demand for information from investors. Thus, a firm may disclose information to reduce the risk perceived by investors. We use the following as control variables to explain the voluntary disclosure index: size, CAC stock index membership, leverage, profitability, and the level of financial risk. These variables should positively influence voluntary disclosure.

Corporate governance and the structure of ownership may increase the need for information. Institutional investors holding blocks of shares may demand more financial information, with regard to both quantity and quality. Important shareholders also exert pressure to disclose more information. The relation between institutional investors and financial disclosure may be expected to be positive given that large blockholders want to assure outside investors and levy the idea of

private benefits. This relation may also be negative given that dominant shareholders may access private information directly at the firm level through other channels (e.g., boards), which makes public disclosure unnecessary. As a control variable, we thus refer to institutional investors' ownership and shareholders' block ownership.

If a firm's characteristics explain the disclosure scores, these permanent characteristics result in communication policies that are sticky (Borosan, 1997, 2006). The time dimension of the disclosure scores follows from a firm's commitment to a communication policy in the long-term. Voluntary disclosure is built on an idiosyncratic framework and depends on cost/benefit equilibrium elements. A firm that communicates strongly now also did so in the past. Asymmetries of information have some permanent component and the voluntary disclosure implemented by a firm should be a permanent answer. A dynamic relationship requires that a firm has to answer to the pressure of financial analysts. A situation of asymmetry of information leads a firm to develop a long-term voluntary information policy. We expect the demand to disclose to be stronger for large firms and for firms with large analyst coverage.

H2. Firms are fairly consistent in their voluntary disclosure policies, which are set in a long-term perspective.

H1 and H2 are not contradictory. The first one identifies an exogenous pressure that results in a change of communication regime, while the latter deals with the internal rationale of voluntary disclosure policies that relies on persistent firm characteristics. Both may develop complementarily. If H2 is true, then communication policy should be viewed as a long-term filtering process in which financial information is disclosed. This simple causality analyzes voluntary disclosure as a reaction to demand for information. Looking back, a poor history of past accuracy should enhance voluntary disclosure because firms aim to answer demands by analysts.

H3. Dynamically, a poor history of past accuracy errors and difficulties in forecasting increases voluntary disclosure. H3 is consistent with H2. It complements the idea of long-term communication policy by using a reactive component if new investor demand develops.

H3 states that the voluntary disclosure scores and quality of information regarding earnings are interdependent (Beyer et al., 2010; Francis et al., 2008). The discretionary offering of financial information may be explained by a given level of the asymmetry of information, which depends both on a firm's communication policy and on the needs of its investors.

Information quality is traditionally assessed through forecasting ability and the dispersion of forecasts. If the delivered information is valuable, it helps with forecasting (Byard et al., 2011; Hope, 2003). Therefore, communication policy should entail an endogenous positive dynamic process in accordance with H3. In such a framework, a two-way relationship exists between the level of voluntary disclosure and firms' idiosyncratic asymmetry of information. The voluntary publication score is endogenously linked with the firm's level of the asymmetry of information or with the difficulty in forecasting future earnings as measured by dispersion in forecasts. A two-way endogenous relationship between voluntary disclosure and asymmetries of information requires a joint estimation. The relationship may be positive, neutral, or even negative according to the usefulness of the delivered information. A test requires a model that allows for a two-way relationship between the score variable and asymmetry of information at the firm level. Such a model is then implemented by using a system of two panel equations.

4. Construction of the voluntary publication score

We proxy the level of voluntary financial disclosure by calculating a publication score. The voluntary disclosure policy is analyzed using the

annual reports. We consider that non-mandatory information delivered in the annual report is a good proxy for the voluntarily disclosed information. We recognize that voluntary disclosure does not only use the channel of the annual report; it is set through many other channels (e.g., conference calls, analysts meetings, internet sites and financial advertising). The yearly formal setting of financial reporting provides us with a standardized context to better assess voluntary disclosure. Moreover according to Botosan (1997:329) the annual report is a good summary of a firm's overall disclosure.

4.1. Methodology

In an international context, disclosure indexes were built by Chow and Wong-Boren (1987), Cooke (1989, 1991), Gray, Meek, and Roberts (1995), Raffournier (1995), Hossain, Perera, and Rahman (1995), Owusu-Ansah (1997), Depoers (2000), Archambault and Archambault (2003) and Eng, Mak, and Forker (2003). Botosan (1997) and Francis et al. (2008) also used self-constructed indexes. For instance, Botosan built a disclosure index of 60 items that were structured across 5 categories with a sample of 122 US manufacturing firms. The problem with a self-constructed index of disclosure is that it often mixes mandatory disclosure requirements and voluntary disclosures. This is particularly true for AIMR publication scores. Francis et al. (2008) show that a self-constructed index is useful when focusing on voluntary disclosure. We follow the same methodology by rigorously determining the scope of only the voluntarily disclosed information.

4.2. Design of the voluntary disclosure score for French firms

Our approach to constructing a voluntary disclosure score is to identify, using legal and accounting standards and current financial regulations, a series of "optional" items for which publication is not mandatory considering both the French GAAP and the IFRS. Once this list is established, we will compare it to the annual reports of the sample firms. Our analysis, as many others, views the annual report as the fundamental document for calculating the voluntary disclosure score. The primacy of the annual report comes from the fact that it is a synthetic summary of any source of information that is easily available. We follow the voluntary disclosure strategies of the SBF 120 listed companies during each year of the 2003 to 2008 period. The choice of study period is justified because we aimed to observe the companies' financial communication strategies both before and after the IFRS were introduced.

The first step is to set up the list of optional information items. The compilation of the list of voluntarily disclosed items to be searched for within the content of the annual reports is a key point in the literature. To proceed, we have to consider the informational context of the IAS-IFRS. We compiled a list of 40 items that may go beyond providing simple mandatory information. We focus on the presence or absence not only of quantitative pieces of information but also on qualitative and well-argued information on a given subject. What seems to import is the will of the firm to give a qualitative sense to the piece of delivered information. For instance there were no firms to give quantitative or even qualitative prospect of profit for the year $N + 1$. This is clearly a voluntary choice not to disclose information on that subject.¹ When the information item is present in a firm's annual report, the value 1 is given; otherwise, zero is given. As a result, each firm for each year is given an individual score ranging from 0 to 40. However, we should note that some items used in the literature have been developed in informational environments that are different from the IFRS, and refer partly to periods before the introduction of the IFRS.

¹ The reason may be that making explicit forecasts regarding future profits may engage a firm's responsibility vis-à-vis its shareholders.

Table 1
Sample of the SBF 120 index firms.

SBF 120 firms	120
Companies not present during the entire study period	– 44
Financial and insurance companies	– 4
Lack of information (not available in the annual report) ¹	– 5
Final sample	67

¹ Clarins and Thomson are included as they are present in 5 of the 6 years; in 2008, these companies did not publish an annual report.

4.3. Data and sample

The sample is composed of listed firms belonging to the French SBF 120 index. The initial sample consisted of the 120 listed companies comprising the SBF 120. Banks, finance companies and insurance companies were excluded given that these companies are subject to specific informational requirements. We also excluded firms that were not listed in the index across the 6-year study period. Individual firms in the sample are present in the sample for all six years, except for two firms that were missing observations for the year 2008 (Clarins and Thomson). The final sample consists of 67 companies operating within the SBF 120 index during all of the years from 2003 to 2008. Table 1 provides the details.

The selected study period is the interval before and after the introduction of the IFRS. We analyze the individual annual reports of the firms in the sample during the years 2003 and 2008 given that it is the period after the switch to IFRS. It should be noted that the year of the transition to IFRS, 2005, is examined. The research involves comparing over time the scores of the annual reports or reference documents of the 67 firms in the sample. We compiled approximately 135,000 pages of documents which are posted on the French Financial Markets Authority's (AMF) website.

4.4. Setting the scope of the global index

Forty items from the global list were searched for in the documents from the 67 firms in the sample. When information related to a given item was present in the annual report, the value 1 was given; otherwise, zero was given. The number of hits is the number of times a given item was disclosed over the six-year time period. The maximum score for a specific item is 400. The total number of potential disclosures of information is 16,000 (i.e., 400×40) considering the whole sample. The cumulated number of recorded hits is 10,402. In other words, 65.01% of the potential amount of relevant voluntary information is effectively disclosed.

Looking at Table 2, we see that many items are systematically disclosed to investors. Items 6 and 24 were publicized 399 times out of 400.² The number of employees (item 39) was also always mentioned. These elements of information are quasi-mandatory in French annual reports. This result raises the question of the scope of items to consider. When considering the total number of mentions of a given item of information for any firm and any year, we see that some items are systematically reported, with more than 350 occurrences (of a theoretical maximum of 400). This is the case for items 1, 6, 9, 11, 12, 13, 14, 23, 24, 25, 27, 28, 29, 30, 33, 35 and 39. On the other hand, some items are rarely reported, including items 2, 3, 4, 16, 18, 19, 20, 22 and 31. Table 2 identifies the whole set of items and those belonging to the 29-item, 35-item and 24-item score indexes.

To build a global score index, we need to address the two related issues of (i) the scope of the individual items considered to build the score and (ii) their possible weights in the global score's calculation.

² The total number of 67 firms times 6 years of annual report provides 400 firm/year observations if we remove the two firms absent in 2008.

Table 2
List of the 40 items and number of occurrences across the global sample.

No.	Item	Total hits	35-item score	29-item score	24-item score
1	Description of principal products/services – market share	398	X	X	
2	Forecast of profit year $n + 1$ (qualitative)	5	X		
3	Forecast of profit year $n + 1$ (quantitative)	4	X		
4	Future cash for the next 2 to 5 years	0	X		
5	Description of the major factories, warehouses and properties	154	X		X
6	Biographical profile of directors and officers (responsibilities, experience and education)	399		X	
7	Capital expenditures (past and futures), investments	291	X	X	X
8	Directors' biography	261	X	X	X
9	General objectives of the firm – goals	391	X	X	
10	Description of marketing channels of final goods and services	253	X	X	X
11	Main activity or affiliation of the directors with other organizations	397		X	
12	Information regarding the social responsibility of the firm	379	X	X	
13	Structure of ownership, investors' types and names	394	X	X	
14	Historical share price – trend	383		X	
15	Cost of sales	224	X	X	X
16	Advertising expenditures: information and amount	77	X		X
17	Human resources: training expenses	212	X	X	X
18	Information regarding depreciation (qualitative)	38	X		X
19	Value creation statement	54	X		X
20	Return on capital employed	95	X		X
21	Return on shareholders' securities	122	X		X
22	Cash ratio–current ratio	44	X		X
23	Other financial ratios	344	X	X	X
24	Economic factors influencing future activity (qualitative)	399	X	X	
25	Political and social factors influencing future activity	365	X	X	X
26	Technological factors influencing future activity	217	X	X	X
27	Discussion regarding past industry trends	377	X	X	X
28	Discussion regarding future industry trends	363	X	X	X
29	Position and competitive environment	394	X	X	
30	Policy and financial objectives	369	X	X	X
31	Description of activities and transactions linked with government and state entities	14	X		
32	Firm history	344	X	X	X
33	Description of the organizational structure	352	X	X	X
34	Market capitalization and description of financial operations	259		X	X
35	Information regarding fixed assets variations	394			
36	Information regarding secured and non-secured debts	320	X	X	X
37	Information regarding R&D projects (qualitative)	299	X	X	
38	Development of new products/services	320	X	X	X
39	Number of employees	400	X	X	
40	Special report regarding employees and social activities	307	X	X	X
	Grand total	10,402			

We justify the calculation and scope of the global score used hereafter. A principal component analysis (PCA) of the 67 firms and the large set of 40 items was performed. We choose to add the individual scores of each item per firm in a 67×40 matrix.³ The first principal component (PC1) appears very strong and explains 89.4% of the variance. The second component is far behind, with 1.3% of the variance. Based on this result, we privilege our simple arithmetic calculation for the score index compared to an arbitrary weighting of items. The choice of a simple average is justified by the very strong correlation between the average score based on an arithmetic 40-item average score and the first principal component. The R^2 value between the former and the equally weighted scores is 0.91.

To build a parsimonious index with purely voluntary disclosed pieces of information we disregard those items that became mandatory according to IFRS rules. So we dropped items 6, 14, 34 and 35. Items 5, 12, 17, 23, 24, 25, 33 and 36 were also disregarded because they were not commonly referred to in the index literature. Thus, after analyzing the voluntary nature of each voluntary disclosure item, our second list of optional items is limited to 28 voluntary disclosure items. As a result, each firm for each year is given an individual score ranging from 0 to 28. We performed a PCA on the reduced 28-item score matrix. The first principal component explains 88.1% of the global variance. The equally weighted 28-item score was calculated and compared to the PC1

results. The R^2 between the two is 0.88, indicating that our 28-item score mimics the first principal component well.

4.5. Exploring alternative score indexes

We have referred both to a statistical analysis and to a conceptual analysis to define the scope of the relevant items. We consider the results of the 40-item PCA and neglected the 11 items weakly correlated to the PC1 with a coefficient below 0.10 in absolute value. A low coefficient means that the item contributes poorly to the first principal component. These are items 2, 3, 4, 5, 16, 18, 19, 20, 21, 22 and 31. Eliminating these 11 items leaves 29 remaining items. We calculated an arithmetical 29-item score for each firm. A PCA using this subset yielded a very significant first component, with an R^2 value of 0.92 between the 29-item score and the first component, PC1. However, this score ignores some items that are conceptually important with regard to voluntary disclosure. Item 5 addresses qualitative information regarding the assets of the firm. Information on advertising expenses, returns on invested capital and description of goods are also ignored. Given these drawbacks, we did not consider the 29-item score calculation further.

Another score was built on a set of 35 items by deleting those items in the 40-item list that became strictly mandatory under the IFRS rules, i.e., items 6, 11, 14, 34 and 35.⁴ We explored a 35-item score with equal

³ This matrix cumulates the number of occurrences of an item through the years 2003 to 2008. This summing avoids handling a three dimensional matrix of items/firms/years.

⁴ The average number of answers for these 5 items is 366.4 compared to a maximum of 400 answers. The information is delivered 92% of the time with regard to these items.

weights and compared it to the results of a PCA. The first component explained 90% of the total variance. The equally weighted 35-item score is consistent with the first component. Their correlation is very high, with an R^2 of 0.88.

Finally, a more parsimonious score was built that included only 24 items. We exclude those items that are mandatory or usually disclosed according to the practice of the largest majority of French listed firms. We looked at discretionary delivery of pieces of information that are qualitative and allow the understanding of the firm's economic decisions. For instance detailed information on director's biographies (item 8), or reference to the history of the firm (item 32) are discretionary and are potentially useful pieces of information. On the other hand, we excluded item 37 ("Information regarding R&D projects") because it heavily depends on industry sectors. In some sectors (advertising, retailing, entertainment) this information is not disclosed simply because it has no clear meaning. This is why sometimes in their annual report some firms clearly states that this information will not be given because for them it has a limited significance. In annual reports items 6 and 24 are systematically disclosed by the French firms and are no more discretionary. At the end of the screening process, items 1, 2, 3, 4, 6, 11, 12, 13, 14, 24, 29, 31, 35, 37 and 39 were deleted to build the 24-item score. This index shows the largest variation in individual scores with annual values ranging from 6 to 20. A PCA exhibits a first component explaining 82% of the total variance.

Table 3 provides descriptive statistics regarding the different score indexes of voluntary information.

A final question arises when building a disclosure score by gathering items. Many authors (Buzby, 1974; Cerf, 1961; McNally, Eng, & Hasseldine, 1982; Singhvi & Desai, 1971) have addressed the question of weighting items. A simple equal weighting is commonly used in the literature (Chow & Wong-Boren, 1987; Cooke, 1989). Weights are sometimes used, but rarely in a rigorous way, so may they appear as arbitrary choices. The voluntary disclosure items have different utilities for different user groups; thus, relative weights as a function of the

importance of each item to specific user groups, defined as auditors, bankers, chartered accountants or financial analysts, may be used. A more statistical way to weight items is to use PCA and to refer to the weighting formula as per the first principal component. This approach provides an optimized linear weighting of individual items that adequately explains the data. However, this approach is redundant if a simple arithmetic score mimics the coordinates of the firms on this first component.

Table 4 presents the results of the PCA for each individual score based on the different numbers of items. For instance, the 24-item score has a 0.88 R-square coefficient with the first component.

In summary, we conclude that arithmetical scores are highly consistent with the data and mimic the first principal component of the global scoring system well. Considering the scope of the items, we chose the 24-item score because of its conceptual rationale with regard to the IFRS. It is strongly correlated with other scores envisaged in this section. Alternatively, we cross-checked the results of this paper using the 28-item index. This less parsimonious voluntary score index leads to results similar to those reported.

5. Implementation of the voluntary disclosure score index

As discussed above, a voluntary disclosure index was built by using a sample of 67 French firms over the 2003–2008 time period. We scored whether the different items of information were present in these firms' annual financial reports and aggregated the results. Four different score indexes were compared according to the scope of items to be considered, which included whether it was voluntary information as opposed to mandatory or quasi-mandatory information. The introduction of the new IFRS in 2005 makes the index more complicated. We chose a 24-item score index that is restricted to voluntary items disclosed in annual financial reports. Other scores with larger scopes could have been considered; however, they give similar results to the 24-item index.

If we look at the average score indexes across the 67-firm sample, the evolution from 2003 to 2008 is similar regardless of the considered index. Each score index increases through 2006, then stays flat (or declines moderately) in 2007 and, finally, increases again in 2008. The five average score values show similar patterns. An increase is also clear when considering the median values. This positive trend may indicate a deterministic global pressure that pulls the firms upward in terms of the quantity of financial information that they deliver. Behind this phenomenon is a permanent contextual and institutional pressure by financial actors to access more information. The adoption of IFRS in 2005 introduced a regime change in disclosure policies that resulted in an instantaneous shift around 2005. We do not know whether the increase was due to the IFRS transition, historical and deterministic evolution, or both. The upward trend is not monotonic given that there is a (relative) decrease in the average score in 2007.

A test of the difference between the pre-2005 and post-2005 voluntary scores shows a significantly increasing score. Between the two sub-periods of 2003–2004 and 2006–2007, the median cumulated score increased slightly from 27 to 30. We added the individual scores for the years 2003–2004 and 2006–2007. The two values are significantly different at the 5% level with a t-statistic of 3.71 (p-value, 0.00). This result supports the idea that the level of voluntary disclosure differs before or after 2005, which is the year when the mandatory application of IFRS

Table 3
Voluntary disclosure scores – summary statistics (N = 67).

Statistic	2003	2004	2005	2006	2007	2008
40-item score						
Mean	24.42	25.00	26.21	26.51	26.13	27.82
Median	25.00	25.00	27.00	27.00	27.00	28.00
Min	13.00	16.00	18.00	18.00	19.00	22.00
Max	30.00	30.00	31.00	32.00	32.00	32.00
Std dev	3.02	2.87	2.53	2.46	2.79	2.16
Coeff. variation	0.12	0.11	0.10	0.09	0.11	0.08
35-item score						
Mean	21.09	21.66	22.63	22.85	22.70	23.97
Median	22.00	22.00	23.00	23.00	23.00	24.00
Min	11.00	13.00	15.00	16.00	16.00	19.00
Max	26.00	26.00	27.00	28.00	28.00	27.00
Std dev	2.79	2.67	2.40	2.23	2.40	1.83
Coeff. variation	0.13	0.12	0.11	0.10	0.11	0.08
29-item score						
Mean	21.03	21.40	22.36	22.66	22.12	23.69
Median	21.00	22.00	23.00	23.00	23.00	24.00
Min	11.00	14.00	16.00	16.00	16.00	19.00
Max	25.00	25.00	25.00	26.00	26.00	27.00
Std dev	2.72	2.34	2.05	1.88	2.20	1.79
Coeff. variation	0.13	0.11	0.09	0.08	0.10	0.08
24-item score						
Mean	13.00	13.42	14.58	14.85	14.48	16.00
Median	13.00	14.00	15.00	15.00	15.00	16.00
Min	6.00	6.00	7.00	8.00	8.00	11.00
Max	18.00	18.00	19.00	20.00	20.00	20.00
Std dev	2.48	2.48	2.26	2.27	2.47	2.01
Coeff. variation	0.19	0.18	0.15	0.15	0.17	0.13

The number of items per score is 40, 35, 29, and 24.

Coefficient variation = standard deviation divided by the mean.

Table 4
Principle component analysis of the different scores for individual items.

	Score			
	40 items	29 items	35 items	24 items
R^2 correlation between score and PC1	0.9091	0.9786	0.8996	0.8779
Variance explained (%)				
PC1	89.4%	92.0%	87.7%	82.3%
PC2	1.3%	1.3%	1.6%	2.2%

norms occurred. Table 3 shows an abrupt increase between 2004 and 2005; however, it also shows a moderately rising trend in scores both before (i.e., 2002–2003) and after IFRS introduction (i.e., 2006–2008). Thus, we cannot exclude the possibility that mandatory regulations, global pressure from investors, and the financial market may add to this IFRS introduction and explain this trend.

References to exogenous pressures and mandatory IFRS introduction are not enough. We have to consider the idiosyncratic disclosure choices developed at the firm level. To gain greater insight, we calculated the correlation between the 2003–2004 and 2006–2007 individual scores for each firm. The correlation is positive and strong at 0.65. We also calculated the rank correlations of the individual firms between the two time periods to answer the following question: was the most communicative firm in the 2003–2004 period still the most communicative firm in the 2006–2007 period? The rank correlation is 0.31 and significant; this finding means that firms continue to disclose similar amounts of information over time. This result is in line with the possibility that voluntary disclosure is part of a firm's long-term communication policy and is one feature of the communication policy that is firm specific. We calculated the probability of changing the level of disclosure by separating the sample into two groups of firms: those with a score above the median, which are considered as high-disclosing, and those with a score below the median, which are considered as low-disclosing.

We found that highly communicative firms were likely to remain highly communicative even when an exogenous event, such as IFRS implementation, occurred (62% of them remaining in the class). On the other hand, the behavior is similar. Most low-disclosing firms remained poorly communicative (68% of them remaining in the class). However, 34% changed the level of their financial communication policies between pre- and post-IFRS. Voluntary disclosure may thus be driven by the environment as well as enriched by firm-specific rationales. Both external and internal causes can explain the score evolutions.

5.1. Variables

We collected data for a sample of 64 firms during the 2003–2008 time period for the variables listed in Table 5.

The descriptive statistics for these variables are presented in Table 6. The dependent variable in the empirical test is the individual firm's voluntary disclosure score in a given year, which is referred to as SCORE. We used the score index that was calculated with 24 items.

The usual control variables are considered. The market risk of the firm, RISK, is measured by its beta coefficient. Market risk is preferred here given that we focus on the consequences of the information

Table 6
Descriptive statistics.

Variables	N	Mean	Std dev	Min	Max
ACCUR	369	0.0284	0.0807	0.0000	1.1231
CAC	384	0.3958	0.4896	0.0000	1.0000
FOR_STD	369	0.0109	0.0146	0.0007	0.1189
IFRS	384	0.6666	0.4720	0.0000	1.0000
INST_OWN	379	16.9417	8.7206	0.1300	63.5100
LNTA	382	8.8387	1.4697	5.2993	11.6725
LOSS	384	0.1016	0.3024	0.0000	1.0000
LEV	384	0.1669	0.1124	0.0003	0.4898
MTB	371	2.4065	1.3495	0.2000	6.9200
NB_ANAL	378	16.6111	6.5689	1.0000	36.0000
OP_MARGIN	382	9.8583	8.4854	−31.6898	45.3673
RISK	379	0.3406	0.1741	−0.0518	0.9549
SCORE	384	14.3697	2.5330	6.0000	20.0000
TOP_3	379	37.4358	21.1814	2.5600	87.0900
TREND	384	3.5000	1.7100	1.0000	6.0000

communicated directly to investors and to the financial market. Beta coefficients are calculated yearly by taking weekly returns and regressing them on the returns of the SBF 120 stock index. Capital ownership structure is identified through institutional investors' ownership. INST_OWN, and the percentage of capital held by the three major shareholders, TOP_3. Institutional investors may influence the financial communication of a firm. Bushee and Noe (2000) and Baek, Johnson, and Kim (2009) highlight the positive relationship between institutional investors' ownership and financial disclosure or the transparency of firms, at least in an Anglo-Saxon context. In France, the empirical results vary, including positive results from Lakhali (2006) and insignificant results from Ben Ali (2008). The structure of ownership seems to be important with regard to agency conflicts (Baek et al., 2009). In France, a negative relationship has been identified between concentrated capital ownership and the quality of financial communication (Ben Ali, 2008; Labelle & Schatt, 2005; Lakhali, 2006).

The size of the firm is measured by the logarithm of total assets, LNTA. Debt leverage is the ratio of long-term debt divided by total asset book value. The market-to-book ratio, MTB, and operating profit margin expressed as a percentage, OP_MARGIN, were also considered. We used the ICB large industry sector classification codes of Thomson Financial. A dummy CAC variable was used to flag firms that are members of the first-tier CAC 40 index. A dummy IFRS variable was added that takes the value zero for the years prior to IFRS enforcement (i.e., in 2003 and 2004) and one thereafter. A TREND variable was also considered to take into account a possible deterministic increase over

Table 5
Description of variables.

Variables	Definition	Comment
ACCUR	Absolute forecast error or accuracy	Absolute value of the forecast error divided by the stock value at the end of the fiscal year. Forecast error is the actual EPS related to a given fiscal year minus the mean analyst forecast at the end of the fiscal year from IBES. Data are winsorized in the 1%–99% range
CAC	Firm belonging to the top tier CAC 40 stock index	Dummy variable (1 if belongs to the French CAC 40 index)
FOR_STD	Dispersion of earning forecasts	Standard deviation of analysts' forecasts of earning per share (IBES) divided by the stock price at the end of the fiscal year. Data are winsorized in the 1%–99% range
IFRS	Introduction of IFRS standards	Dummy variable (0 in 2003–2004; 1 in 2005–2008)
INST_OWN	Institutional investors' ownership	Equity share of capital held by institutional investors, in percentage (Thomson Financial)
LNTA	Size of the firm	Log of the total assets (Thomson Financial)
LOSS	Loss in year t	Dummy variable if loss is posted in year t for the firm i
LEV	Leverage ratio	Long term debt divided by book total asset (Thomson Financial)
MTB	Market to book ratio	Ratio of market value to book value. Data are winsorized in the 1%–99% range (Datastream)
NB_ANAL	Number of analysts following the firm	Number of analysts providing earning per share forecasts (IBES)
OP_MARGIN	Operating margin	Operating profit divided by total sales in a percentage (Thomson Financial)
RISK	Market risk indicator	Yearly beta coefficient using 52 weekly stock returns and regressed with the SBF 120 stock index (Thomson Financial)
SCORE	Financial voluntary publication score	Number of items of voluntarily disclosed information in the annual report for the year t by the firm i (between 0 and 24)
TOP_3	Share ownership concentration	Sum of the equity stake of the three first shareholders (Thomson Financial)
TREND	Time trend	1 to 6 for each year of the 2003–2008 period

time. A dummy LOSS variable was used when a firm has a negative net income in a given year. We hypothesize that a loss is an important and serious event that triggers a change in communication policy (Skinner, 1994).

On the analysts' side, we consider the dispersion of forecast earnings, FOR_STD, the number of analysts issuing a forecast, NB_ANAL, and the mean error of earnings per share (EPS) forecasts, ACCUR. These data are provided by IBES and are considered for the end of each fiscal year. As in Byard et al. (2011), we used the absolute value of the forecast error (i.e., actual minus the mean forecasted value) divided by the stock price at the end of the fiscal year to obtain the ACCUR variable. Normalization is necessary given that the EPS values are very different among the firms. The ACCUR variable proxies for analysts' accuracy when they forecast EPS. A large value means large errors and poor accuracy of analysts. The standard deviation of individual analysts' forecasts was divided by the stock price to obtain the normalized FOR_STD variable.

The correlation between the control variables and other variables show that size is strongly correlated with CAC membership, number of analysts, and risk. Institutional ownership is negatively correlated with ownership concentration and blockholders' control. To avoid collinearity problems in the regression, the control variables were used separately. We identified a positive relationship between ACCUR and FOR_STD. A larger forecast error goes along with a larger dispersion in analysts' forecasts. The correlation matrix in Table 7 does not account for the panel structure of the data.

The remainder of the empirical study uses panel analysis of the sample of 64 firms present during the six-year time period examined. A test to confirm the individual effects of the 64 firms and a time effect of the six years was performed. The SCORE variable has a panel data structure, as does the dispersion of forecasts (FOR_STD) and forecast accuracy (ACCUR).

6. Empirical results

6.1. Determinants of the voluntary disclosure score

To explain the disclosure score, we use a panel regression analysis with individual effects. We model the time effect explicitly by considering either the TREND or the IFRS variable, which allows us to question the nature of the time effect. Allowing a simple time effect in the panel model would introduce dummies for each of the six years considered. In doing so, we would not have been in a position to determine the nature of the time effect, i.e., whether it is a deterministic trend or a pre-/post-IFRS decision. We introduce two possible structures for the time dimension: one is simply a dummy variable IFRS separating pre- and post-IFRS introduction in 2005. The other one is the TREND variable starting from 1 in 2003 and ending in 6 in 2008. This trend allows us to identify the constant and upward pressure on a firm's disclosure policy.

The TREND variable may identify a progressive increase in voluntary disclosure. This progressive increase is not polluted by early-adopter's behavior. Contrary to other European countries, the early adoption of IFRS was not allowed in France and the move to IFRS was mandatory for any firms in 2005. This is why we cannot follow the methodology of Byard et al. (2011) and use a comparison group. In that sense, the TREND variable is a proxy of other external pressure and regulation to develop voluntary disclosure distinct to the IFRS introduction event. In the first step, to compare the two hypotheses, we include both the TREND and the IFRS variables in the models.

To set up the panel model, we have to choose between fixed (intercept) effects and random effects. We use random effects in the first trial because it is the less constrained model. We test a random effects specification against a fixed effects intercept by using Hausman's test. When Hausman's test is significant, fixed effect panels are then privileged in the analysis. This is the case in the regressions in Panel A of Table 8, where the dependent variable is the level of scores. The difficulty with the SCORE variable is that it is discontinuous and has a limited range. We checked whether the SCORE variable has a normal distribution. It shows significant skewness (however, only at the 10% level), but we can reject the kurtosis hypothesis at the 1% level. The Jarque–Bera statistic is not significantly different from zero, and we reject non-normality. Given that SCORE is the dependent variable in the panel regressions; we systematically checked that the residuals of the regression do not show abnormal distributions.

Panel A in Table 8, which displays the panel regressions explaining the levels of the score disclosure index, includes different explanatory variables. The M1 and M2 regressions have integrated the time dimension with both TREND and IFRS. Based on Hausman's test, we focus on the fixed effects model, M2. This model clearly shows that the IFRS variable is significant and that the TREND variable is not. We thus drop the latter. From now, we use the IFRS variable to explain positively the level of the disclosure score and its variation. In any of our regressions, the IFRS dummy seems to be strongly significant at the 1% level. This finding supports the positive effect of IFRS on voluntary disclosure.

M3 and M4 use random effects, which are dominated by the fixed effects specification in M5 and M6. Owing to the correlation between the variables proxying for firm size, we used only one among the following: CAC, LNTA, NB_ANAL, INST_OWN, and TOP_3. This is similar between MTB and OP_MARGIN, with a negative correlation between them. A size effect may explain the absolute level of SCORE. This appears in the random panel regressions M1 and M3 (but not in M2 because it is caught by the idiosyncratic fixed intercepts). Because industry dummies are not significant when using fixed effects, we tested M4 to M6 without industry dummies. In Panel A, we can only discriminate if the introduction of IFRS influences the level of the voluntary disclosure of information. The analysts' forecast dispersion, leverage, CAC membership, number of analysts, and institutional investors' ownership or ownership concentration variables are not significant with regard to explaining the

Table 7
Correlation matrix.

Variable	ACCUR	CAC	FOR_STD	IFRS	INST_OWN	LNTA	LOSS	LEV	MTB	NB_ANAL	OP_MARGIN	RISK	TOP_3
ACCUR	–0.0664	0.5722*	–0.2132*	–0.0576	–0.0399	–0.0375	0.1355	–0.0610	–0.1212	–0.0389	–0.0985	–0.0767	–0.1872*
CAC	–0.1086	0.0137	0.202	0.7073*	–0.095	0.0012	0.0256	0.5647*	0.0226	0.384*	–0.4171	0.0351	
FOR_STD	–0.1685	–0.1112	–0.0313	0.1786*	0.1421*	–0.2859*	–0.1908	–0.2359*	–0.1379*	–0.0084	–0.0921		
IFRS	0.1281*	0.0816	–0.1494*	–0.0052	–0.0128	0.1058	0.1977*	0.1662*	0.0045	0.8281*			
INST_OWN	0.0929	–0.0543	0.1866*	0.0591	0.1759*	0.0971	0.2521*	–0.5338*	0.266				
LNTA	–0.1439	0.2205*	–0.1665*	0.6084*	0.0055	0.4036*	–0.2618*	0.0945					
LOSS	–0.0194	–0.1157	–0.2112	–0.3479*	–0.1561	–0.0267	–0.1187						
LEV	–0.1093	0.0520	0.1121	–0.0458	–0.1886*	–0.0011							
MTB	0.068	0.2518*	–0.0441	–0.0247	–0.1338*								
NB_ANAL	0.0523	0.4726*	–0.2946*	0.1419*									
OP_MARGIN	0.1119	0.1846*	0.1695*										
RISK	–0.2037*	0.3968*											
TOP_3	0.026												

* Significant at 1% level.

Table 8

Determinants of the disclosure score index.

Panel A	M1	M2	M3	M4	M5	M6
Dependent	SCORE	SCORE	SCORE	SCORE	SCORE	SCORE
Fixed effect	Random	Fixed	Random	Random	Fixed	Fixed
LNTA	0.2449*	0.2419	0.2480*			
LEV	0.4339	0.2986				
LOSS	0.7617**	0.6459	0.7679**	0.4511	0.4904	
IFRS	0.6590**	1.0417***	1.0291***	1.1803***	1.1465***	1.1438***
TREND	0.1638*	0.0277				
SCORE (−1)	0.3166***	0.0980	0.3341***	0.3497***	0.0974	0.1114*
ACCUR	0.0574	−0.7670	−0.2200	−1.9018		
MTB	−0.1531	−0.2390*	−0.2316**			
ACCUR (−1)	−0.0166	2.9352	0.7763			
RISK	1.7433*	2.9016***	3.0271***			
INDUSTRY	Yes	(sign < 1%)	No	Yes	(sign < 1%)	Yes
(sign < 1%)	No	No				
Normality	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R ²	na	0.73	na	na	0.73	0.73
Hausman	45.78***	44.29***	30.28***			
N	302	302	302	306	299	306
Panel B	M1	M2	M3	M4	M5	M6
Dependent	D_SCORE	D_SCORE	D_SCORE	D_SCORE	D_SCORE	D_SCORE
Fixed effect	Random	Random	Random	Random	Random	Random
LNTA	0.0885***					
LOSS	0.7288*	0.8009**				
IFRS	0.6737***	0.7135***	0.5990***	0.5389***	0.6070***	
MTB	−0.0832	−0.0318	−0.0386			
ACCUR (−1)	1.1514					
OP_MARGIN	−0.0033	−0.0007				
LOSS (−1)	0.3242					
FOR_STD	11.9071					
INDUSTRY	No	No	No	No	No	No
Normality	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R ²	na	na	na	na	na	na
Hausman	5.69	6.74*	7.38*	2.18	0.98	1.47
N	310	310	310	310	309	306

Jarque–Bera test of normality of the residuals; the p-value of the Jarque–Bera statistic is displayed.

Hausman: test of firm's fixed effect intercepts compared with random effect.

*** Significant at 1% level.

** Significant at 5% level.

* Significant at 10% level.

voluntary disclosure score (not reported in the table). Table 8 shows a non-significant LEV variable. Forecast accuracy, the contemporaneous ACCUR, and its lagged form ACCUR (−1) are all non-significant. M4 to M6 refer to the one-year lagged values of forecast accuracy, ACCUR (−1). Past history of poor forecasting does not cause an increase in voluntary disclosure in the following year. This variable is not significant in any model. The past poor prediction of earnings does not directly trigger an increase in delivering new information. The risk variable is positive and significant in M5 and M6. The level of the risk of the firm as perceived by the market enhances the voluntary disclosure of information. Other things being equal, a firm discloses more to help analysts when investors are facing more risk. The relationship is negative for those firms with high market-to-book ratios. Those firms have relatively high intangible assets and show important growth opportunities. They do not want to communicate too much about their knowledge and competitive advantages and do not want to disclose their projects to their competitors. The previous value of the disclosure score, SCORE (−1), is occasionally significant in M6. This finding suggests some autoregressive scores and yields the idea that communication policies are long-term ones. This result is not strong enough to confirm that a highly communicative firm continues to be highly communicative in the following year.

The LOSS variable is not significant. However, here we deal with levels of disclosure scores. Therefore, if a loss appears or is threatening

to, we can expect a one-off short-term increase to reassure investors rather than a permanent increase in voluntary disclosure. On the other hand, if a firm is constantly making a loss and is led to develop permanent voluntary disclosure, it would be caught by the fixed intercept term in the panel regression. This may explain why the LOSS dummy variable is not significant in Panel A of Table 8.

In Panel A of Table 8, the domination of the fixed effects specification shows that each firm's communication policy is specific and has a strong permanent form. This single-equation panel does not strongly identify any idiosyncratic determinants (except risk). One reason for this poor result in terms of the explanatory variables is that the score level is partly endogenous but poorly captured in a simple equation that leads to one-way causality. This problem is addressed below.

In Panel B of Table 8, we try to identify fine-tuning behavior by those firms who want to react by changing their idiosyncratic levels of information. From now on, we focus on changes in disclosure policy at the firm level. The dependent variable is the variation in the score index, $D_SCORE = SCORE - SCORE(-1)$, and we want to test if this is explained by idiosyncratic shocks. In any of the six regressions in Panel B, random fixed effects are chosen as Hausman's test is not satisfied. Considered globally, the IFRS dummy is strongly significant and this identifies a change in disclosure policy: firms voluntarily disclose more information after than they did before. This supports H1, stating that voluntary disclosure has developed in line with the introduction

of IFRS. This result is pure and free from any early-adoption effect as French firms were not offered the option to switch to IFRS before 2005. This finding concurs with a significant IFRS variable showing a one-off move and a non-significant TREND variable, which may reflect progressive moves in voluntary disclosure.

The LOSS variable has a positive effect. In the case of losses in a given year, the firm reacts quickly by disclosing more discretionary information. This reactive behavior is quick and it develops in the same year as the loss appears. Losses introduce a new communication policy at the firm level. Firms react without delay as the lagged LOSS variable in M3 is not significant. Except size (LNTA), the other idiosyncratic characteristics of the firm, such as market-to-book ratio or operation margin, are not significant. These characteristics are persistent over time and may not contribute to explaining short-term changes in communication policy.

Past forecast accuracy by analysts is volatile. However, poor past accuracy in the past year does not increase voluntary disclosure (as ACCUR (−1) is not significant in M6). In the same vein, the difficulty for analysts to forecast current earnings is proxied by the standard deviation of individual forecasts, FOR_STD. This variable is not significant in M5, meaning that a specific demand for more information by analysts is not supplied by additional disclosure from firms.

6.2. Analysts' forecast dispersion

A complete model analyzing the disclosure scores of firms should take into account cross-relationships in which the disclosure of information may also explain variation in the accuracy or dispersion of forecasts. This causality may be complex and may involve dynamic behaviors by firms who develop communication policies.

We have to integrate some dynamics into the model to explain changes in communication policy as featured by our voluntary disclosure index. The basic idea is that past accuracy may entail a change in demand for information by analysts (and globally by investors). When last year accuracy is poor, meaning that the absolute error in forecasting earnings is important, analysts face a more complex and opaque firm (more than they thought at the beginning). This complexity appears with a high dispersion in individual forecasts, which also characterizes demand for specific and additional information by analysts when new events occur. For instance, if a loss is anticipated, analysts want to know more about the firm. If a firm is particularly risky, we can also hypothesize that it is more opaque and this results in larger dispersion between analysts. The number of analysts may also play a role in the dispersion of forecasts. The argument for a positive relationship is that a larger number of independent analysts increases the dispersion of forecasts and places strong pressure on the firm to disclose more. On the opposite side, herding behavior among analysts may make the standard deviation of forecasts independent of the number of analysts. Ultimately, we may hypothesize that an increase in the number of analysts encourages herding by the majority of them and lowers the dispersion of forecasts among the group. Another reason for a negative relationship is that if the firm follows a long-term communication policy for disclosing superior information (i.e., a high SCORE level), it covers demand for information by analysts and this diminishes the dispersion of their forecasts. The same is true following the introduction of IFRS, which results in an increase in discretionary information.

FOR_STD is a proxy of information asymmetry as perceived by analysts. As the dispersion of earnings forecasts may also have a strong persistent component, we test a model where we expect the dispersion of forecasts FOR_STD to be positively related to past errors in forecasts (ACCUR (−1)), losses (LOSS), risk (RISK), and its previous value FOR_STD (−1). We expect a negative relationship with the previous score level SCORE (−1) and the dummy IFRS. The expected relation with the number of analysts is not determined as a rationale exists for either positive or negative signs.

Table 9

Determinants of the disclosure score index.

Dependent	M1	M2
	FOR STD	FOR STD
Fixed effect	Random	Fixed
LOSS	0.0070 **	0.0080 **
IFRS	−0.0020	−0.0032 *
SCORE (−1)	0.0009 ***	0.0003
ACCUR (−1)	0.0188	0.0187
RISK	0.0108 ***	0.0155 ***
NB_ANAL	−0.0004 ***	−0.0008 ***
FOR_STD (−1)	0.2058 **	
INDUSTRY	No	No
R ²	na	0.42
Hausman	31.97 ***	
N	298	301

Jarque–Bera test of normality of the residuals; the p-value of the Jarque–Bera statistic is displayed.

Hausman: test of firm's fixed effect intercepts compared with random effect

*** Significant at 1% level.

** Significant at 5% level.

* Significant at 10% level.

Using FOR_STD as the dependent variable we ran a regression with random effects (M1). The results are shown in Table 9. A panel regression with random effects (M1) shows a significant Hausman's test leading to development of a fixed effects regression. These fixed effects absorb the persistent feature of FOR_STD. The results (not reported) show that FOR_STD (−1) is not significant in the fixed effects panel regression. This is why M2 with fixed effects in Table 9 drops this latter variable.

We show results in line with the expected signs: the LOSS and RISK variables are positively related to FOR_STD. IFRS introduction seems to decrease idiosyncratic asymmetries of information (only at the 10% significance level). Contrary to our expectations, past errors in forecasting do not inflate the dispersion of forecasts. The past score index of voluntary disclosure does not diminish asymmetric information. This raises a question about the content of voluntarily disclosed information. The NB_ANAL variable is negatively significant, which seems to go in the direction of an enhanced pressure to disclose information and/or herding linked to a larger number of analysts.

Interestingly, the dynamic process we expected through the lagged variables SCORE and ACCUR is not supported by the results in Table 9.

6.3. Endogeneity and systems of equations

Paradoxically, the univariate panel regressions in Table 4 show that disclosure policies do not seem to be explained by demand for information by analysts. Analysts' demand does not appear to be significant through the past error in forecasting (ACCUR (−1)) or through the asymmetry of information (FOR_STD). This disclosure choice seems to be affected only by the variables specific to each firm such as size or possible losses. The asymmetry of information (as measured by FOR_STD) is influenced by a complex mix of determinants. This asymmetry does not refer unambiguously to the disclosure activity of the firm. As a proxy of forecasting difficulty, FOR_STD is surprisingly not linked to previous errors in forecasting. According to a univariate analysis, the link between the score index, accuracy, and dispersion of forecasts, at this stage, seems to be quite poor.

This previous finding may be due to the univariate methodology, which does not take into account potential endogenous relations. A joint setting is necessary when analyzing disclosure scores, forecast accuracy, and the dispersion of forecasts. Systems of simultaneous equations are seldom used in disclosure analysis.⁵ A system of joint panel regressions is now considered. We used two systems of two joint

⁵ Larcker and Rusticus (2010) mention only two references dealing with disclosure out of the 20 articles using simultaneous equations identified in their survey.

Table 10

Determinants of forecast dispersion.

Dependent	M1		M2	
	Eq. 1	Eq. 2	Eq. 1	Eq. 2
	SCORE	FOR STD	D SCORE	FOR STD
Fixed effect	Fixed	Fixed	Random	Fixed
FOR_STD	17.9630**	11.6024*		
LOSS	0.6025	0.0120***	0.0120***	
IFRS	0.9396***	– 0.0011	0.5325***	– 0.0011
SCORE (– 1)	0.9137***	0.0007***	0.0007***	
CAC	0.0364			
ACCUR (– 1)	0.0479***	0.0479***		
RISK	1.9695***	0.0054	0.0055	
NB_ANAL	– 0.0002	– 0.0002		
Normality	0.00			
N	301		301	

Jarque–Bera test of normality of the residuals; the p-value of the Jarque–Bera statistic is displayed.

Hausman: test of firm's fixed effect intercepts compared with random effect.

*** Significant at 1% level.

** Significant at 5% level.

* Significant at 10% level.

equations. Both use the same equation to explain the dispersion of analysts' forecasts, FOR_STD (Eq. 2 in Table 10). The regressors are those identified in the univariate test: LOSS dummy, IFRS dummy, previous score value, previous error in forecasting, the firm's risk level, and the number of analysts following the firm.

In M1, the first equation describes the level of the disclosure score, SCORE. The asymmetry of information proxy FOR_STD enters the list of explaining variables with LOSS, IFRS, previous score index (SCORE (– 1)), the CAC dummy, and RISK. The second system, M2, has changes in the disclosure score, D_SCORE, as the dependent variable in its first equation. The model to explain change in the score index uses FOR_STD and IFRS as regressors already identified in the univariate setting.

These two sets of equations use the IFRS variable as the time dimension to explain the score in Eq. 1 and Eq. 2. Eq. 1 stresses the offer of information by a firm through the score index. This factor is related to a firm's communication policy. Eq. 2 identifies the strength of the demand for information.

The results of the estimation of the two systems are shown in Table 6. The estimates of the two systems agree with each another. In Eq. 1, the FOR_STD variable is now a positive and significant determinant of the disclosure of discretionary information by the firm. Moreover, disclosure activity has a permanent component and is part of a long-term policy. The value of SCORE (– 1) at time $t - 1$ has a close-to-one coefficient (0.91). The new disclosure score value is at least equivalent to the previous one. There is a persistence of voluntary disclosure at least at the same "level" of discretionary information. Considering this result, the market and analysts both know that a firm will continue to communicate more information than is required. The results underline the dynamic process of communication. Disclosure follows a long-term policy. However, this dynamic is endogenous, which is in line with H2. Under this framework, the firm mechanically reacts by voluntarily delivering more information if the asymmetry of information and/or demand for more information by analysts and the market is high. The FOR_STD variable as a proxy for demand for information is largely driven by idiosyncratic elements (absorbed by the fixed effects constants in Eq. 2). These elements are persistent and explain why the risk level of the firm is not significant. FOR_STD is also positively explained by contingent elements such as the appearance of a loss and size of the error in forecasting previous earnings, ACCUR (– 1). This last variable was not significant in the simple univariate setting. The previous level of the disclosure score becomes dynamic in our system. The paradoxical result is that the higher the past level of voluntary disclosure, the higher the forecast dispersion. Voluntarily disclosed information does help reduce the asymmetry of information. We thus

cannot reject the hypothesis that voluntarily disclosed information is partially useless, as suggested by the cheap-talk hypothesis. Another result is that demand for information/asymmetry does not depend on the number of analysts, NB_ANAL. In the univariate setting, this variable was surprisingly negatively significant. This finding concurs with the development of herding behavior by analysts. If they are more numerous to follow a stock, they follow each other and this does not increase the dispersion of their forecasts. A new result is that IFRS introduction did not lower forecast dispersion. This result is in line with Chen et al. (2013) and Ahmed et al. (2013). H3 is confirmed as prior forecast errors result in higher publication scores. However, the rationale is indirect as it appears only through a joint system of two equations, where the first one explains the discretionary offer of information and the second one explains the demand for information by investors and analysts, which is enhanced by poor accuracy and forecasting difficulty. Firms react to low accuracy and investor demand for more information in the future. They thus increase their disclosure. Voluntary information signals a willingness to reduce the asymmetry of information and this results in higher publication scores.

The risk level of a firm, as measured by its beta, strongly positively explains the level of voluntary disclosure in M1/Eq. 1. As forecasting is more difficult because of greater uncertainty, the firm provides more information to analysts. In unreported tests, profitability, institutional investors' ownership, and ownership concentration are all non-significant. The dummy for top-tier firm members of the CAC index is also not significant. These idiosyncratic features may be absorbed by the fixed effects. In Table 10, an analysis of Eq. 1 shows that the IFRS variable is still strongly significant. Ceteris paribus, firms have disclosed more information since the introduction of IFRS. This finding demonstrates that IFRS introduction plays more on the offer side of discretionary information than on the demand side. It added an average upswing in the score value between 0.53 and 0.94. This result represents a quantitative increase in the average voluntary disclosure score of the firms in our sample by 4% to 7%. This finding supports the complementary hypothesis as stated in H1. This culminates in a long-term rationale of voluntary disclosure, which overcomes an event such as IFRS introduction. In this sense, our result is consistent with Chen et al. (2010) and Zeghal et al. (2012). Regarding the role of IFRS introduction, the multivariate setting confirms the result delivered by the univariate analysis shown previously.

Analysts' forecasting accuracy influences indirectly and dynamically the level and variation of discretionary information. The multivariate system of equations allows us to capture this process and thus confirms H3. However, the information delivered does not seem to help EPS forecasts. The paradoxical result of Eq. 2 in M1 and M2 is even worse: previously disclosed voluntary information increases analysts' forecast dispersion. Analysts may then question the usefulness of such voluntarily disclosed information. Moreover, forecast dispersion does not improve with the number of analysts. The consequence of the introduction of IFRS at the analyst level may also be questioned by our result since the improvement of mandatory information has reduced neither the dispersion of forecasts nor presumably the asymmetry of information. The positive relationship between FOR_STD and ACCUR (– 1) is confirmed. Large forecasting errors underline the situations of complexity and asymmetries of information, and they result in a larger dispersion of analysts' forecasts.

By voluntarily disclosing information, firms deliver a larger quantity of information but its usefulness in the process of forecasting earnings is questionable. We can thus question why firms enter into costly disclosing activities if they do not help forecasting? The answer can be found through H2. Even if the disclosed information, considered globally at the market level, is unhelpful for analysts, it may be rational at the firm level. Firms may need to strategically react to poor ex post accuracy (i.e., poor analysts' forecasts) and bad earnings (or losses). A firm will signal itself by offering voluntarily more information to meet the demands of investors. Setting a proactive financial communication policy

is one way to signal real difficulty in forecasting earnings for some firms. This finding confirms H2 regarding complex and heterogeneous voluntary communication policies that have two components: a long-term persistent component based on a level of voluntary disclosure (explained by idiosyncratic characteristics) and a reactive component where improvement and change are possible as necessary. More precisely, we show that the dispersion in individual analysts' forecasts has a permanent component, which does not seem to decrease over time, particularly given the introduction of IFRS. Disclosing information does not seem to moderate information asymmetry, but eventually adds to it.

Our simultaneous equation setting highlights that a simple one-way analysis between the quantity of information voluntarily delivered and reduction of information asymmetry should be rejected. Things are more complex and the endogenous relationship should be recognized. Our results, in line with Byard et al. (2011), highlight the importance of firm-specific disclosure policies. From investors' perspectives, disclosed information may be of no help in understanding the firm. Information disclosure may increase the fuzziness of forecasts and the dispersion between analysts. The disclosure score index and the dispersion of forecasts are endogenously related and must be considered jointly. Our results lead to the idea that increasing voluntary information by delivering a significant quantity of information may result in pure noise. The hypothesis regarding a complex, partially endogenous, and indirect relationship is accepted. The market may be cautious regarding the communication policies of certain firms. The voluntary information these firms disclose is generally noise and does not diminish the asymmetry of information. Thus, we can conclude that voluntary disclosure and mandatory disclosure are not substitutes.

7. Conclusion

Based on an empirical analysis of the communication policies of a sample of French firms, the present research had two goals. It examined the voluntary disclosure of financial information by using a quantitative proxy of financial and non-financial data, as measured by a 24-item score. The publication scores are very different between firms and over time. The introduction of IFRS enhanced the disclosure of voluntary information. This increase is not contradictory but completes the idiosyncratic communication policies developed at the firm level.

We relate the publication scores to analysts' forecasting errors and to the existence of the asymmetry of information, as measured by the dispersion of earnings forecasts. A dynamic endogenous process of communication is highlighted in our empirical study. Under the framework of a long-term policy, a firm may react strategically to situations of low forecast accuracy or losses by timely disclosing more information. The supplementary disclosed pieces of information may be pure noise and may not effectively lower the asymmetry of information. Complex and idiosyncratic communication policies are also based on long-term perspectives. We found strong persistence in the level of both our quantitative disclosure scores and information asymmetry, as measured by the dispersion of forecasts. Voluntary disclosure may be viewed as an investment to signal the objective difficulty forecasting the profits of a given firm. However, communication is not limited to the delivery of quantitative pieces of information. Analysts (and markets) react to only useful information, i.e., information that is reliable and issued by trustworthy firms. As Dechow, Ge, and Schrand (2010) note, the endogenous availability of financial information (i.e., voluntary financial disclosure) raises questions about the association between earnings forecast quality and the market consequences of financial information. Voluntarily disclosed information plays a strategic role as complementary information (Francis et al., 2008). We can imagine that a market-screening mechanism may develop: market reactions, as measured by stock returns, may be cautious and prudent when voluntary disclosure is particularly strong, as it adds confusion to the forecasting ability. Voluntarily disclosing useless information may be justified if a positive signal regarding a

firm's reputation results from it. Future research on a larger scope of countries may confirm the existence of such a signaling mechanism at the stock market level over a longer time period.

Acknowledgments

This paper was presented at the 2010 French Finance Association Meeting at St Malo, at the 2010 9th International Governance Conference at Metz, at the 2010 17th MFS Meeting at Barcelona, at the 2011 Montpellier French AFC Meeting, and at the EFMA 2011 Conference at Porto. We thank the seminar participants J. Callen, M. Dubois, L. Paugam, and A. Schatt for their helpful comments.

References

- Admati, A., & Pfleiderer, P. (2000). Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities. *The Review of Financial Studies*, 13(3), 479–519.
- Ahmed, A., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1344–1372.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343–376.
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3–30.
- Archambault, J. J., & Archambault, M. E. (2003). A multinational test of determinants of corporate disclosure. *The International Journal of Accounting*, 38(2), 173–194.
- Baek, H., Johnson, D., & Kim, J. (2009). Managerial ownership, corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Economics and Business Studies*, 15(2), 44–61.
- Barth, M., Landsman, W., & Lang, M. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498.
- Ben Ali, C. (2008). *Impact de la structure de propriété sur la divulgation d'informations financières des sociétés cotées françaises*. (PhD Thesis). University Paris Dauphine.
- Beuselinck, C., Joos, P., Khurana, I., & Van der Meulen, S. (2010). *Mandatory IFRS reporting and stock price informativeness*. Working paper. Tilburg University.
- Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., & Walther, B. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296–343.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–349.
- Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: What do we know? *Accounting and business research, International Accounting Policy Forum*, 31–40.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38(3), 171–208.
- Ruzhy, S. L. (1974). Selected items of information and their disclosure in annual reports. *The Accounting Review*, 49(3), 423–435.
- Byard, D., Li, Y., & Yu, Y. (2011). The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 69–96.
- Byard, D., & Shaw, K. (2003). Corporate disclosure quality and properties of analyst's information environment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18(3), 355–378.
- Cerf, A. R. (1961). *Corporate reporting and investment decisions*. Berkeley: University of California.
- Chemmanur, U. J., & Lian, X. (2013). *Communicating private information to the equity market before a dividend cut: An empirical analysis*. Working Paper (Available on SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2234467).
- Chen, S., Defond, M., & Park, C. (2002). Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 229–251.
- Chen, Q., Jiang, Y., & Skerratt, L. (2013). *Did the market overreact to the mandatory switch to IFRS in Europe? EFMA 2014 paper*.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(3), 220–278.
- Chow, C. W., & Wong-Boren, A. (1987). Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review*, 62(3), 533–541.
- Christensen, H., Lee, E., & Walker, M. (2008). *Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1013054>*.
- Cooke, T. E. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1(2), 171–195.
- Cooke, T. E. (1991). An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. *The International Journal of Accounting*, 26, 174–189.
- Cormier, D., & Magnan, M. (2003). Environmental reporting management: A continental Europe perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 43–62.
- Daske, H. (2006). Economic benefits of adopting IFRS or US-GAAP – Have the expected cost of equity capital really decreased? *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(3–4), 329–373.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085–1142.

- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2013). *Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences of IFRS adoption*. Working paper, University of Pennsylvania and University of Chicago (available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1864771>).
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earning quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Depoers, F. (2000). L'offre volontaire d'information des sociétés cotées: Concept et mesure. *Comptabilité Contrôle Audit*, 5(2), 115–131.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184–206.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of non-proprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23, 123–145.
- Eng, L. L., Mak, Y. T., & Forker, J. J. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325–345.
- Fishman, M. J., & Hagerty, K. M. (1989). Disclosure decisions by firms: competition for price efficiency. *Journal of Finance*, 44(3), 631–646.
- Fishman, M. J., & Hagerty, K. M. (2003). Mandatory versus voluntary disclosure in markets with informed and uninformed customers. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 19(1), 45–63.
- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53–99.
- Gabteni, H. (2009). *Effet des normes IAS-IFRS sur la communication et l'information financière des sociétés du SBF 120* (PhD Thesis: Université Paris I Sorbonne).
- Gassen, J., & Selhorn, T. (2006). Applying IFRS in Germany – Determinants and consequences. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 58(3).
- Gebhardt, G., & Novotny-Farkas, Z. (2011). Mandatory IFRS adoption and accounting quality of European banks. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(3–4), 289–333.
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 121–143.
- Gietzmann, M., & Ireland, J. (2005). Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(3–4), 599–634.
- Gray, S. J., Meek, G. K., & Roberts, C. B. (1995). International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by U.S. and U.K. multinationals. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 5(1), 43–68.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Holthausen, R. (2009). Accounting standards, financial reporting outcomes, and enforcement. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 447–458.
- Hope, O. (2003). Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235–272.
- Hossain, M., Perera, M. H. B., & Rahman, A. R. (1995). Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 5(1), 59–87.
- Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2008). Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(6), 480–494 (November–December).
- Karamanou, I., & Nishiotis, G. (2009). Disclosure and the cost of capital: Evidence from the market's reaction to firm voluntary adoption of IAS. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7–8), 793–821.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41–67.
- Labelle, R., & Schall, A. (2005). Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 8(3), 77–104.
- Lakhal, F. (2006). Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. *Comptabilité Contrôle Audit*, 12(2), 69–92.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246–271.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467–492.
- Larcker, D. F., & Rusticus, T. (2010). On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 49(3), 186–205.
- Lougee, B., & Marquardt, C. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of 'pro forma' earnings. *The Accounting Review*, 79, 769–795.
- Loureiro, G., & Iaboad, A. (2011). *The impact of IFRS adoption on stock price informativeness*. (available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1952593>).
- Marquardt, C., & Wiedman, C. (1998). Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 15, 505–537.
- Maskara, P. K., & Mullineaux, D. J. (2011). Information asymmetry and self-selection bias in bank loan announcement studies. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 684–694.
- McNally, G. M., Eng, L., & Hasseldine, C. (1982). Corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information. *Accounting and Business Research*, 13(49), 11–20.
- Mohamed, A., & Schwenbacher, A. (2014). *Voluntary disclosure of corporate venture capital investments*. (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2305061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2305061>).
- Owusu-Ansah, S. (1997). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies: A comment. *The European Accounting Review*, 6(3), 487–492.
- Paananen, M. (2008). *The IFRS adoption's effect on accounting quality in Sweden*. Working paper, University of Hertfordshire.
- Paananen, M., & Lin, H. (2009). The development of accounting quality of IAS and IFRS over time: The case of Germany. *Journal of International Accounting Research*, 3(1), 31–55.
- Perino, M. (1997). Information quality and voluntary disclosure. *The Accounting Review*, 72(2), 275–284.
- Perotti, E., & von Thadden, E. (2005). Strategic transparency and dominant investors. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 21(1), 75–102.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review*, 4(2), 261–280.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129–138.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38–60.
- Soderstrom, N., & Sun, K. (2007). IFRS adoption and accounting quality. *The European Accounting Review*, 16(4), 675–702.
- Verrecchia, R. E. (1999). Disclosure and the cost of capital: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 271–283.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97–130.
- Zeghal, D., Chtourou, S., & Fourati, Y. (2012). The effect of mandatory adoption of IFRS on earnings quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Accounting Research*, 11(2), 1–25.

L'assomption de risques économiques élargis : Une clé pour la refondation du capitalisme actionnarial



Hubert de La Bruslerie
Professeur de Finance
Université Paris Dauphine

L'existence de groupes de contrôle actionnarial est un constat qui conduit à questionner la limitation de la responsabilité des actionnaires aux seuls apports. L'idée est ici de revenir sur cette caractéristique du droit des sociétés eu égard aux responsabilités nouvelles introduites par la RSE dans la gestion des entreprises. Le contrôlant remplit une fonction économique centrale de contrôle stratégique. Sa plus grande responsabilisation doit entraîner en contrepartie une rémunération spécifique quasi contractuelle qui devrait se substituer aux bénéfices privés. Nous étudions les caractéristiques de ce de ce que seraient les dividendes du contrôle.

Concentrated ownership and corporate control are a characteristic of many economies, particularly in Europe. It leads to question the shareholders' limited liability as the controlling group is protected from the negative consequences of his decisions. We propose to extend the scope of the controlling group's legal liability in order to make him responsible for the CSR consequences of the decisions made by the firm. The controller is associated to long-term and strategic choices of the firm which may have a strong SCR dimension. This regulation mechanism will help to enforce CSR within firms. As counterparty and to develop a contractual mechanism, the controlling shareholder must receive a specific remuneration above his standard return as investor. The paper describes what is called the dividend for control.

Mots clés: actionnaires contrôlant, bénéfices privés, contrôle, dividendes du contrôle, responsabilité limitée, RSE
JEL : G30, G35, G38, K22

LA REVUE DU FINANCIER

La crise financière a mis en cause le capitalisme financier, tout particulièrement le capitalisme bancaire. Par continuité, dans l'entreprise, le capitalisme actionnarial a fait l'objet de profondes critiques car pour simplifier il donne la part trop belle aux financiers dans l'entreprise et à leurs préoccupations à court terme.

Le procès assez vite instruit a suscité déjà deux condamnations. L'effet de levier conduit à un endettement excessif qui agit comme une drogue dans les choix économiques de l'entreprise. Pour lutter contre des opérations de croissance externe purement financières il faut briser le levier d'endettement et augmenter le coût de la dette en rendant la déductibilité fiscale des charges d'intérêt plus difficile et plus limitée.

Les bonnes questions sont posées mais les réponses apportées ne sont pas à la hauteur de l'enjeu. Plutôt que limiter l'endettement, pourquoi ne pas tout simplement développer la rentabilité des capitaux propres investis dans des projets économiques risqués. N'est-ce pas le meilleur moyen pour éviter la gonflette du levier et les risques d'un endettement non maîtrisé qui a conduit à la crise des *subprimes* ? L'idée que nous nous attacherons à développer est que la restructuration du capitalisme actionnarial doit retrouver ses racines de modèle efficace de financement des activités économiques risquées et d'incitation à la mise en œuvre de projets économiques créateurs de richesse.

Tel est l'enjeu dans le contexte d'économies post-industrielles et post-crise financière qui partagent des caractéristiques nouvelles. Ce sont celles d'une croissance économique dont le principe n'est plus fondé sur le crédit bancaire mais sur l'appel aux capitaux à risque :

- Le secteur bancaire s'est aujourd'hui désendetté et avec moins de crédits aux agents économiques. Il oriente son action... vers la détention de dette publique (largement domestique). Il porte dans son bilan une large part de la dette publique européenne, qui représente 17-18% du PIB de la Zone Euro ;
- Des ménages qui épargnent peu en actifs financiers et qui investissent moins en immobilier ;
- Des entreprises désendettées, qui investissent peu, autofinancent largement leurs investissements actuels et qui font pression à la réduction des coûts et donc des salaires.
- Le désendettement annihile les gains du levier, la rentabilité des capitaux propres des entreprises s'ajustant à la baisse. Ce mouvement est un facteur structurel d'appréciation du prix des actions et de hausse des PER. Il peut expliquer, dans une perspective de sortie de crise, la hausse générale des marchés d'actions alors même que la conjoncture....
- Des conditions de crédit qui aujourd'hui redeviennent normales et non plus tendues. Se met en place un nouvel équilibre à un niveau de moindre dépendance des entreprises envers les banques adapté à une économie moins endettée (voir la récente enquête AFTE-COE juin 2014).

Un détour historique est nécessaire car l'outil juridique de base du capitalisme est la société de capitaux. Son apparition historique ne s'est pas faite sans heurts. Très vite la question centrale de la responsabilité des apporteurs de capitaux s'est posée et des réponses ont été apportées (1^{ère} partie). Les XX^{ème} et XXI^{ème} siècles ont révélé une caractéristique nouvelle et irréversible dans le fonctionnement de l'entreprise capitaliste avec la concentration du pouvoir. Des groupes de contrôle familiaux et actionnariaux sont apparus et exercent une fonction de contrôle stratégique (2^{ème} partie). Parallèlement l'émergence de la RSE rappelle que la vie économique crée des externalités considérables. Une fois que le rôle économique des actionnaires de contrôle apparaît clairement établi, il faut organiser un système de la responsabilité qui découle de la

situation. Une rémunération spécifique - le dividende du contrôle - correspond alors à des responsabilités nouvelles et des risques assumés par certains mais pas par tous (3^{ème} partie).

I - L'émergence de la société de capitaux et de la limitation de la responsabilité actionnariale

Un retour aux sources est intéressant car il rappelle que les choses ne sont pas données au départ et ne sont pas pour ainsi dire naturelles. La philosophie juridique libérale a été établie en France par la Révolution et la suppression des corps intermédiaires qui enserraient l'individu dans un corset de contraintes et d'appartenances. Il ne subsiste que deux sujets de droit : l'Etat, nœud du Contrat social, et l'individu libre. La loi Le Chapelier et décret d'Allarde éliminent le reste. La forme juridique de société existe dans le Code civil napoléonien mais c'est d'abord une société de personnes. Les sociétés de capitaux sont a priori éminemment suspectes et soumises à autorisation spécifique. Ripert (1951) décrit parfaitement le lent accouchement de la société par actions en droit français. La décision de création d'une telle société est prise au coup par coup au vu d'un projet qui comporte une forte composante d'intérêt collectif : établissements industriels, creusement de canaux, construction de chemin de fer. L'échange se fait donnant-donnant : des projets économiques mis en œuvre par des capitaux privés et porteurs de fortes externalités, contre l'accès à la limitation de responsabilité aux seuls capitaux investis. Ce climat restrictif est général. Les sociétés de capitaux qui veulent attirer des associés plus loin que le cercle des sociétés de personnes ne peuvent le faire que sur accord cas par cas des gouvernements et sur projets. La constitution de sociétés anonyme est longue (2 ans environ), couteuse et apparaît comme un « privilège » qui selon la jurisprudence du Conseil d'Etat d'alors ne se justifiait que parce qu'il y avait en regard une certaine « utilité publique » en jeu. L'Angleterre fait preuve au même moment de la même réserve face à l'« incorporation » des sociétés anonymes. Le souvenir de spéculations et de faillites avait conduit dès 1720 au *Bubble Act* qui prévoyait une loi spéciale pour la création de sociétés par actions. (Robé 2009, p.4). La société anonyme, statut de base du développement juridique du capitalisme, n'apparaît que très tard en Europe, après la (première) révolution industrielle. Les USA furent sur ce point en avance car ils ont été exposés plus que les Etats-nations d'Europe à une concurrence interne des normes juridiques qui profitera au moins disant et au moins contraignant. La concurrence a très vite joué entre les Etats fédérés pour aller de l'avant dans la concentration des ressources financière et le développement industriel. Les premières lois sur les sociétés par actions y furent adoptées plus tôt qu'en Europe (Connecticut 1836, New York 1846). Très vite, un Etat prit l'avantage et le conserve encore : le Delaware. Celui-ci tire encore aujourd'hui 15 à 20% des ressources de son budget des droits d'enregistrement des sociétés qui y sont immatriculées mais qui pour la plupart n'y exercent aucune activité. En 1889 c'est le New Jersey qui autorise et favorise la constitution de holding de sociétés. L'Angleterre, après de fortes réticences, autorisa la constitution de sociétés à responsabilité limitée en 1856. Par capillarité les industriels français soumis à la concurrence des entreprises et des sociétés anglaises demandèrent à bénéficier d'une structuration juridique semblable. La très importante loi de 1867 y trouve son origine. De même a été initié un mouvement général d'autorisation de la création de sociétés anonymes en Espagne (1869), en Allemagne (1870), en Belgique (1873) ou en Italie (1883). La responsabilité limitée aux apports des investisseurs qui était l'exception devient rapidement la règle.

Aujourd'hui, tout cela est un peu oublié et la concurrence entre Etats-nations qui fixent les statuts juridiques garantit une normalisation qui pénaliserait immédiatement le pays déviant. Retenons simplement de ses origines historiques que la limitation de la responsabilité des actionnaires aux apports dans le cadre d'une société de capitaux n'était pas une évidence a priori. Elle était intimement liée à l'apparition de projets économiques importants générateurs de fortes économies externes.

LA REVUE DU FINANCIER

La société introduit un premier type de propriété : la propriété de la société sur ses actifs économiques. Ceux-ci forment la seule garantie aux engagements financiers et contractuels auquel elle s'oblige. Le patrimoine des apporteurs de capitaux propres ne peut être atteint.

L'autre type de propriété est celui des actionnaires sur les actions de la société. Les actions donnent un droit juridico politique, participer et voter aux Assemblées générales des actionnaires, et un droit financier double, percevoir des dividendes quand il y en a et percevoir, en tant que créancier résiduel, le boni de liquidation. Les actions ne sont a priori porteuse d'aucun droit économique sur le projet économique. Cela ne viendra que plus tard avec le contrôle. L'articulation droit-économie débouche ici sur la dualité société-entreprise. Le sujet économique, l'entreprise, n'est pas un individu juridique ; le seul sujet identifié et responsable est la société. Les actionnaires dans la société de capitaux ne portent plus le projet économique ; ils le financent, et encore seulement en partie. Ils ne sont plus propriétaires des actifs économiques mais possèdent uniquement des actions. Une barrière étanche se met en place qui les déconnecte des aléas de la vie de l'entreprise : cette barrière juridique est le mécanisme de responsabilité limitée aux apports. L'entreprise est aussi pour sa part protégée des aléas liés à la vie des actionnaires : faillite personnelle, incapacité, décès... n'ont pas de conséquences sur le fonctionnement économique des actifs de la société. En cas de besoin impératif, la négociabilité libre des actions permet d'entrer ou de sortir du capital facilement et à coût réduit. Seule la propriété des actions en est affectée par ces mouvements.

La stabilisation et la protection des actifs réels de la société comme la sécurisation du réseau des contrats permettent de faciliter le financement. Les prêteurs et les financiers ont en face de leurs créances, rien que les actifs réels, mais tous les actifs réels de la société. Au-delà des actifs, la véritable garantie des créanciers est mise à nue : c'est la viabilité et la pérennité du projet économique de l'entreprise. C'est en ce sens qu'il y a crédit : le prêt se fait à la société, mais le crédit se fait à l'entreprise.

II - Les actionnaires contrôlants et la fonction de contrôle stratégique

1 - Séparation propriété et contrôle

La fonction de contrôle des actifs réels est économiquement indispensable. Elle est traditionnellement dévolue au titulaire des droits de propriété sur ces actifs. C'est le mode d'allocation et d'utilisation sans doute le plus efficace économiquement en raison de l'incomplétude des contrats économiques concernant l'utilisation ou le transfert d'un actif économique réel. Le propriétaire est nécessaire car il possède les droits de contrôle résiduel. Il est en position de pouvoir en cas de négociation ex post (Hart, 1993).

Un acteur essentiel du capitalisme contemporain est l'actionnaire contrôlant qui exerce dans les organes de décision un pouvoir de contrôle sur les décisions prises.

L'actionnaire de contrôle n'exerce pas au sens strict un droit de propriété mais c'est tout comme. Il se réapproprie les attributs économiques de la propriété des actifs réels. Il contrôle la réalisation du projet économique en termes de définition, de mise en œuvre stratégique, de mesure des résultats ou d'accès direct à l'information pertinente. Il dispose, non de la propriété, mais de l'usage économique des actifs réels agencés dans ce but. Il n'exerce pas un droit de propriété mais un pouvoir médiatisé par la propriété structurée d'un bloc d'actions ou d'une coalition

L'ASSOMPTION DE RISQUES ECONOMIQUES ELARGIS

d'actionnaires. Sa situation est donc proche de celle d'un propriétaire direct des actifs sans en avoir l'inconvénient majeur: la responsabilité illimitée du fait de choses.

La situation créée par l'actionnaire contrôlant est nouvelle. Celui-ci bénéficie d'un pouvoir économique qui lui impose des devoirs particuliers. Il n'est plus assimilable à un actionnaire standard. Il devient membre de l'équipe de direction (Alchian et Demsetz, 1972). Pour Robé (2011), l'actionnaire contrôlant, qui agit comme un quasi propriétaire en contrôlant le projet économique et l'utilisation des actifs de la société, commet un abus, non pas de pouvoir car il jouit des prérogatives juridiques permises par le contrat de société, mais du privilège de responsabilité limitée. Il doit donc être exonéré de cet avantage et devenir totalement responsable des conséquences de son intervention dans l'entreprise. L'actionnaire de contrôle ne peut cumuler le pouvoir et l'exonération totale de responsabilité dans les conséquences des décisions auxquelles il est associé dans l'entreprise. Il a une responsabilité fiduciaire vis à vis des autres actionnaires.

La référence à un groupe d'actionnaires contrôlants permet d'apporter une réponse à la double question fondamentale du management de l'entreprise : d'où procèdent la légitimité des décisions prises et qui est responsable de leur indispensable contrôle ? Cette situation entraîne trois conséquences remarquables et en apparence contradictoires : l'atténuation du conflit entre dirigeants et actionnaires considérés globalement, l'existence de bénéfices privés et le développement des principes de gouvernement d'entreprise.

L'atténuation du conflit dirigeants-actionnaires est une conséquence de la situation de contrôle. Les dirigeants et les actionnaires contrôlants forment un seul groupe de contrôle qui partage une communauté d'intérêts, à savoir le succès des choix économiques mis en œuvre et un intéressement financier direct ou indirect. Ces deux groupes investissent des ressources qui ne sont pas uniquement financières. Les dirigeants apportent leurs compétences et des actifs immatériels spécifiques, par exemple leur réputation. Les actionnaires de contrôle n'apportent pas qu'une fraction de capital. Ils s'exposent à des coûts spécifiques de contrôle. Ils assument une activité spécifique de contrôle (Ginglinger, 2002), ils sont porteurs d'une vision stratégique (Martinet, 2002) ; ils sont aussi apporteurs de ressources cognitives (Charreaux, 2002). Tous deux partagent des risques semblables. En cas d'échec, les actionnaires encourent des pertes ; les dirigeants qui ont investi leurs efforts et leurs compétences voient leur réputation ternie, ce qui est une perte d'opportunité. Des formules d'incitation de type actionnariat, stock-options ou intéressement développent un alignement des comportements et font partager une temporalité. Les hauts dirigeants deviennent des associés de fait. Un point particulièrement sensible à souligner est qu'au sein du groupe de contrôle, actionnaires et dirigeants partagent la même qualité d'information. Ils sont tous deux impliqués dans le processus stratégique, tout particulièrement son élaboration, son suivi et son contrôle.

2 - Fonction d'entreprise et fonction de contrôle stratégique

La fonction de contrôle stratégique dépasse le simple rôle d'apporteur de fonds et de créancier résiduel que joue l'actionnaire. Cependant cette fonction de contrôle stratégique est-elle suffisante pour conférer une légitimité économique à celui qui l'exerce ? La réponse est positive car cette situation crée en elle-même une valeur ajoutée, pour trois raisons : elle réduit les coûts managériaux, elle améliore la qualité des décisions stratégiques et elle améliore la qualité de l'information délivrée.

La fonction de contrôle stratégique s'exerce au sein d'un processus stratégique qui implique les dirigeants et les actionnaires contrôlants. Les premiers instruisent les choix, prennent les décisions et les mettent en œuvre. Les seconds valident ces choix et procèdent à une mise en

LA REVUE DU FINANCIER

perspective des décisions stratégiques. Les actionnaires de contrôle se définissent comme étant ceux qui exercent une influence dominante sur les décisions stratégiques de l'entreprise. Ils possèdent, en outre, un accès privilégié aux informations internes. Concrètement, où cela se passe-t-il ? Cet aspect des choses renvoie à la structure juridique et à l'organisation des entreprises. Le conseil d'administration est la réponse institutionnelle formelle et standard à cette question. Cela n'est pas suffisant. Les comités stratégiques, les procédures de réunion de direction formelles ou informelles aboutissent au même résultat.

3 - Contenu de la fonction de contrôle actionnarial

Pour Gibbons (2002), le contrôle est une activité qui relève très clairement d'un contrat implicite, *« la détention de blocs minoritaires dans les groupes peut être mieux comprise en utilisant des analyses qui privilégient l'interaction entre structures formelles et les contrats relationnels entre les parties »*. Il faut analyser la logique de contrôle comme un contrat implicite entre l'actionnaire dominant et les actionnaires extérieurs. Ce conflit d'agence est bien plus central que celui entre une masse atomisée et supposée homogène d'actionnaires, d'une part, et les managers de l'entreprise, d'autre part.

La fonction de contrôle est économiquement légitime dès lors qu'elle améliore la productivité économique ou améliore l'information. Améliorer la productivité signifie réduire les coûts, augmenter les revenus ou les deux. Cette fonction économique de contrôle est différente de la fonction économique d'apporteurs de capitaux risqués qui est celle des actionnaires. La fonction économique de contrôle est mise en œuvre par l'actionnaire contrôlant mais bénéficie aussi aux actionnaires minoritaires, c'est sa légitimité financière. Elle donne cependant lieu à un équilibre à trouver entre contrôlants et minoritaires. Il s'établit une relation d'agence, car autrement les minoritaires seraient tous dans la situation de passagers clandestins qui profitent sans coût ni perte d'un surcroît de rémunération lié à un travail de contrôle fait par d'autres. En revanche, si on considère la fonction de contrôle comme une activité économique qui trouve sa place dans un contrat implicite, se posent les questions judiciaires du niveau de rémunération tacitement convenue ou acceptée de cette activité et de durée du contrat.

A priori on se situe dans le cadre d'un contrat relationnel de long terme car la survie de l'entreprise étant envisagée à long terme, son contrôle est une activité permanente. C'est vrai de manière infinie pour les actionnaires extérieurs qui, même s'ils vendent leurs titres, se renouvellent constamment. Ils sont donc à l'origine d'une demande permanente de contrôle de la gestion de l'entreprise. Les actionnaires qui constituent le groupe de contrôle par définition répondent à cette demande. Le bloc de contrôle a cependant une durée de vie limitée par la durée du pacte de contrôle. Peut intervenir une dissolution du groupe de contrôle ; plus fréquemment peut intervenir aussi un transfert du contrôle à des repreneurs par cessions de bloc ou par offres publiques de rachat. C'est à ces occasions que se renégocie le contrat implicite de contrôle. Le contrat implicite de contrôle est donc un contrat de moyen terme rythmé par les changements au sein du bloc de contrôle.

Les arguments qui définissent le contrat de contrôle sont :

- les coûts de contrôle,
- les bénéfices privés, ou rente du contrôle, qui s'expriment par un taux d'appropriation du profit brut par le groupe de contrôle avant calcul des bénéfices nets destinés aux actionnaires, majoritaires ou minoritaires,
- la part du capital détenue par le groupe de contrôle,

L'ASSOMPTION DE RISQUES ECONOMIQUES ELARGIS

- les bénéfices bruts réalisés suite à l'activité de contrôle par différence avec ceux qui auraient été réalisés sans cette activité.

Un accord tacite sur ces points signifie en particulier que la part du capital détenue par le groupe de contrôle correspond à une situation acceptable et en théorie optimisée par celui-ci en fonction des divers avantages ou inconvénients qu'il entrevoit. Symétriquement, les actions qui ne sont pas détenues par le groupe de contrôle doivent être demandées par les actionnaires extérieurs. Si ce n'est pas le cas, le contrat n'est pas conclu et une situation instable apparaît qui se traduit, par exemple, par un ajustement de cours. On désigne cette situation par un équilibre sur les quantités (ou équilibre de Cournot) : la part de capital que veut détenir le contrôlant doit s'équilibrer strictement, s'il y a accord implicite, avec la part de capital que souhaitent détenir, sur le marché des actions, les minoritaires. Ce que les uns ne prennent pas doit être pris par les autres.

Les actionnaires contrôlants supportent des coûts spécifiques pour assurer la fonction de contrôle de la gestion de l'entreprise (Le Maux, 2008). Ces coûts s'expriment sous la forme d'une illiquidité de leur participation bloquée à un niveau-seuil définissant le contrôle, sous la forme de coûts liés à une non-diversification de leur patrimoine financier contraire à la logique de portefeuille, sous la forme de charges liées à des missions d'expertise ou d'audit stratégique, sous la forme de temps passé... Ces coûts réels ou économiques sous forme de temps passé ou de coûts d'opportunité sont ceux qui sont exposés à l'occasion d'une activité d'analyse, d'évaluation ou de suivi stratégique.

Les actionnaires de contrôle sont-ils rémunérés pour l'exercice de la fonction de contrôle ? La réponse immédiate consiste à dire qu'il le faudrait en vertu du principe selon lequel un travail créateur de valeur pour la totalité de l'entreprise mérite une rémunération. Si tel n'est pas le cas, on créerait un phénomène de passager clandestin qui conduirait à refuser de supporter des coûts de surveillance et de contrôle stratégique sans en être rétribué. Au contraire, les autres actionnaires en profiteraient gratuitement. Les bénéfices privés prennent alors une importance cruciale dans le mécanisme du contrôle actionnarial.

La rente du contrôle apparaît comme la rémunération que s'approprient ceux qui exercent le contrôle stratégique. La question de fond est celle du niveau *ex ante* de cette rémunération. Cela revient à définir et fixer le niveau d'équilibre d'un contrat de contrôle qui est le plus souvent implicite.

Pour Robé (2009) « *la responsabilité limitée des actionnaires ne s'applique plus s'ils se comportent en propriétaires des actifs* » (p.13). Le bénéfice de la responsabilité limitée aux apports ne leur a été accordé qu'en échange de leur droit de propriété sur les actifs utilisés par l'entreprise. S'ils font en sorte de se réapproprier l'utilisation des actifs dans le but louable d'une plus grande efficacité, il n'est alors plus légitime qu'ils bénéficient de la responsabilité limitée. En revanche tout risque supplémentaire et spécifique par rapport aux actionnaires externes légitime une rémunération spécifique.

III - La reconnaissance d'une responsabilité spécifique des actionnaires contrôlants

La distinction première est celle entre actionnaires contrôlants et les autres (Le Maux, 2003). Les actionnaires extérieurs ou minoritaires sont des parties prenantes de l'entreprise à l'instar d'autres. Ils doivent continuer à bénéficier du statut de responsabilité limitée aux apports. C'est la condition minimale pour attirer des investisseurs étrangers. Il ne peut être question de remettre en cause cet attribut juridique dans une économie-monde de concurrence des systèmes juridiques

LA REVUE DU FINANCIER

et financiers. C'est ainsi et c'est tant mieux. Les coûts liés à un changement à ce niveau seraient disproportionnés. Ils se traduiraient par une diminution de la rentabilité des capitaux propres totalement inutile à une époque où il faut développer l'investissement dans les projets risqués dans des économies matures.

La fin de la responsabilité limitée aux apports pour les actions détenues par le groupe de contrôle ou les actionnaires contrôlants serait en revanche novatrice. Cette disposition s'attacherait, non au statut du détenteur ce qui serait une discrimination arbitraire indéfendable, mais à un mode de détention associé à une structure de pouvoir : le contrôle.

1 - Le devoir de responsabilité élargi et la RSE

Le devoir de responsabilité de l'entreprise procède-t-il d'un impératif moral ou d'un devoir de responsabilité ? Se pose alors la question de savoir qui est responsable, entre l'entreprise et ses actionnaires.

La notion de Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) vient ici changer la donne. Elle définit un objectif : rendre l'entreprise davantage comptable de ses externalités. Cette préoccupation apparaît plus nécessaire aujourd'hui qu'hier. La raison en est que les externalités des décisions sont croissantes dans les sociétés post-industrielles qui sont les nôtres. Les entreprises sont devenues mondiales par leur taille, leurs actions et leurs stratégies. L'information est devenue plus transparente et immédiate dans un monde intégré. La complexité de l'action humaine touche et intègre simultanément toutes les dimensions de l'individu. Le principe de précaution, dont il faudrait largement discuter, conduit à une interpénétration systématisée des analyses et des enjeux puisque par définition les risques sont multiformes. La perception d'une finitude des ressources environnementales rétroagit sur les décisions prises par les acteurs. Bref, le monde moderne est caractérisé par des décisions qui sont plus complexes et qui sont créatrices de davantage d'externalités.

Dans ces conditions il est logique que la préoccupation de la RSE se manifeste particulièrement aujourd'hui et d'abord dans les pays développés. Certes, en démocratie, les systèmes de représentation politique ont une légitimité absolue pour s'emparer de tout sujet et statuer sur eux... et décider que les entreprises ont une responsabilité particulière vis à vis de la société dans son ensemble. C'est aux instances politiques si elles le jugent utile de définir des normes environnementales et sociales et de sanctionner ceux qui ne les respectent pas. L'aiguillon de la responsabilité morale indique qu'il s'agit d'une légitimité par substitution qui donne une direction d'action. Pour Robé, cette appréhension de la RSE repose sur les seules « force de police de la morale kantienne » (p.3, 2009).

Or, la responsabilité morale a comme point d'application des individus personnes physiques: dirigeants, cadres, salariés... C'est toute la faiblesse de l'impératif moral qui ressort. Il peut dégénérer en moralisme, qui lui-même peut dégénérer en bien-pensance et en bonne conscience, qui elles-mêmes dégénèrent souvent en hypocrisie et jeux d'apparence. Ethique c'est chic. « Vendre » l'objectif de RSE en le positivisant en le présentant comme un investissement à LT pour les entreprises, en « démontrant » qu'il s'agit d'un gisement de productivité et de compétitivité n'est pas crédible. Le mécanisme de régulation est ici la satisfaction morale de l'exemplarité. C'est faible car fondamentalement la RSE revient à réinternaliser des externalités. Or, ce mécanisme induit forcément des coûts qu'une entreprise préférera a priori ne pas supporter ou supporter le moins possible. Dire que la responsabilité sociale de l'entreprise la conduit ou devrait la conduire à voir au-delà de la seule réalisation de bénéfices à court terme n'est pas suffisant. Il manque quelque chose qui soit efficace non pas pour désigner l'objectif, mais pour

L'ASSOMPTION DE RISQUES ECONOMIQUES ELARGIS

sanctionner les actions et les comportements des individus et des entreprises qui ne sont pas socialement responsables.

Cela passe inmanquablement par les mécanismes juridiques de mise en jeu de la responsabilité. La mécanique la plus efficace pour contraindre les comportements est la très classique responsabilité civile qui se traduit en dommage et intérêts pour les tiers affectés par l'action ou les décisions de l'entreprise. Cette responsabilité nécessite comme point d'application des personnes juridiques : les sociétés. Ce sont elles qui paieront les dommages et intérêts ou encore, par un effet d'anticipation, les entreprises-sociétés vont intégrer l'existence de risques élargis, recourir à de nouveaux contrats, faire appel à des assurances, partager les risques par d'autres moyens... Bref un apprentissage se mettra en place qui va se traduire par une modification des comportements et une internalisation des contraintes. La diffusion des bonnes pratiques se fait par la sanction.

Relisons le célèbre article 1834 : « *On est responsable non seulement du dommage que l'on cause de son propre fait, mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre, ou des choses que l'on a sous sa garde. (...) Les maître et les commettant, du dommage causé par leurs domestiques et préposés dans les fonctions auxquelles il les ont employés* ».

La notion de fait renvoie à une action qui elle-même est le fruit d'une intention et d'une décision. L'analyse de l'article est intéressante car il permet d'élargir le périmètre de l'action susceptible d'engager la responsabilité du décideur agissant, qui dans le Code civil est l'individu. Le décideur est responsable de l'action de son mandataire pour peu qu'il y ait un rapport de maîtrise. Cela va au-delà du salarié lié par un rapport hiérarchique. Cela va au-delà de l'employeur puisque sont incluses les personnes dont on doit répondre. Dit différemment et en appliquant un principe de transitivité, cela concerne les personnes qui doivent vous répondre, c'est dire vous rendre compte de leurs actions. Une relation de responsabilité peut alors s'introduire dès qu'il y a un lien de contrôle.

L'évolution du dispositif juridique même si elle est débattue va dans ce sens. En France, le Nouveau code pénal, entré en vigueur en mars 1994, prévoit toujours que *nul n'est responsable pénalement que de son propre fait* (article 121-1), mais il évoque que la responsabilité pénale des personnes morales peut désormais être recherchée (article 121-2). En effet, jusqu'à cette date, celles-ci encouraient seulement des poursuites en matière civile. Les personnes morales peuvent ainsi être mises en examen, placées sous contrôle judiciaire, et peuvent demander réparation en cas de non-lieu pour les dénonciations calomnieuses dont elles ont fait l'objet. On est donc passé d'un système uniquement basé sur la responsabilité pénale des personnes physiques à un système donnant la possibilité de mettre en cause celle des personnes morales.

De plus, l'identification de la chaîne du contrôle et la reconnaissance de phénomènes de pouvoir permettent de faire voler en éclat la théorie de l'autonomie des personnes morales. La mise en jeu de la responsabilité des détenteurs du pouvoir de contrôle permet de les appeler à supporter des dommages du fait des entités qu'elles contrôlent. C'est faire voler en éclat la responsabilité limitée aux seuls apports. Le groupe d'entreprise n'a pas d'existence juridique en tant que sujet de droit, mais sa personnification juridique est la société-mère. La filialisation au sein d'un groupe apparaît comme un coupe-circuit de la chaîne de responsabilité. Elle a été mise en cause par de nombreuses décisions jurisprudentielles. L'engagement de la responsabilité de la société-mère du fait de ses filiales est maintenant reconnu timidement en droit, notamment par le droit de la concurrence et celui de l'environnement. Même si le sujet est très débattu, la question est ouverte (Grimonprez, 2010 ; Pascaud-Blandin, 2013). Pour Champaud (1962), la cause est

entendue depuis longtemps : « *De lege ferenda nous persistons à estimer souhaitable que l'exercice du contrôle entraîne une responsabilité pécuniaire personnelle des contrôleurs* ». L'avant-projet de réforme du droit des obligations dit « avant-projet Catala » a par exemple proposé l'introduction d'un nouvel alinéa à l'article 1360 au Code civil établissant une responsabilité sans faute de la mère. Au-delà des débats juridiques, s'il s'agit de remonter le long de la chaîne de décision par transativité pourquoi ne pas remonter au-dessus de la société-mère vers le groupe de contrôle ?¹

2 - La légitimité économique d'un dividende du contrôle

Faut-il alors aller vers un contrat de contrôle explicite prévoyant une rémunération propre ? Notre réponse sera positive.

Aujourd'hui la norme dominante est la structure égalitaire des droits au cash-flow articulée sur une structure égalitaire des droits de vote. Tel n'était pas le cas il y a seulement quarante ans : le contrat de société distinguait des parts de fondateurs ou identifiait un apport en industrie qui donnaient lieu à une rémunération spécifique de l'entrepreneur avant bénéfice... Il ne s'agit pas de nier la réalité de situations d'expropriation des minoritaires qui peuvent être victimes d'une prédation organisée par un actionnaire dominant. Le cas de la société Metaleurop Nord, qui avait comme actionnaire contrôlant le groupe Glencore avec (seulement !) 32,9 % de son capital, est de triste mémoire puisque cette entreprise a été liquidée en 2002-2003.

La reconnaissance d'une rémunération spécifique de la fonction de contrôle stratégique est la contrepartie logique de la responsabilité élargie des actionnaires contrôlants. Les bénéfices privés sont à la fois la conséquence et la manifestation d'une situation de contrôle économique. On distingue cinq leviers sur lesquels peuvent agir les membres de la coalition de contrôle pour s'approprier directement une partie de la richesse économique avant toute extériorisation sous forme de bénéfices publics. Ces leviers sont : un accès privilégié à l'information, la gestion du résultat, l'organisation de l'entreprise en structure pyramidale, la diversification de l'organisation et le tunnelling. Les modes d'extraction identifiés ci-dessus vont bien au-delà des avantages privés traditionnels : dépenses de prestige, attributions de rémunération excessives (pour soi-même, sa famille ou ses proches), avantages en nature...

Les formes occultes de bénéfices privées nuisent à l'établissement d'une activité explicite de contrôle dont la rémunération serait identifiable et quasi-contractualisable.

La difficulté est d'estimer *ex ante* les bénéfices privés lors d'une éventuelle négociation explicite d'un contrat de contrôle. C'est extrêmement délicat car le gain économique du contrôle et les bénéfices privés qui seraient consentis par les actionnaires extérieurs trouvent souvent leur origine dans des décisions négatives de gestion, c'est-à-dire de ne pas faire telle chose plutôt que de faire quelque chose, dans un effort insuffisant, ou via des sous-investissements... Ils sont largement impossibles à anticiper. Ce montant, dans un système de régulation par le contrôle, correspond à la rémunération d'équilibre d'un contrat implicite et vient compenser les coûts dépensés pour la surveillance. Elle va au-delà car elle est une anticipation des gains résultant de cette activité.

L'actionnaire de contrôle supporte une responsabilité alourdie et ne peut plus se cacher derrière la fiction de l'égalité avec les autres actionnaires protégés par une responsabilité limitée aux seuls apports. Il doit être rémunéré de manière transparente. Il a un droit supplémentaire, le droit économique à une rémunération spécifique. Cette légitimité s'impose face à l'illusion d'une

¹ « Puisque l'intérêt collectif du groupe prévaut sur l'intérêt particulier de chaque société, il peut sembler inéquitable de maintenir un cloisonnement patrimonial dont les effets ne se font sentir que dans un seul sens, dans le sens défavorable à ceux que le législateur protège généralement », Champaud (1962), p. 287.

L'ASSOMPTION DE RISQUES ECONOMIQUES ELARGIS

égalité entre actionnaires. La transparence constitue une condition préalable à une détermination contradictoire.

La rémunération spécifique peut se faire sous la forme d'une part réservée des bénéfices qui serait destinée au groupe de contrôle. Les contrôlant deviennent bénéficiaires d'un superdividende ou dividende du contrôle, qui est fixé à un pourcentage maximum du bénéfice après impôts. Ce cash-flow peut être réinvesti, de même qu'il existe la possibilité de verser des dividendes en actions. L'affectation interne se fait au prorata des actions détenues au sein du groupe de contrôle.

Le groupe de contrôle se définit mécaniquement par 50% de droits de vote. Cependant le contrôle de fait est présumé à partir de 40% s'il n'y a pas d'autre blocs plus importants. Le régime du contrôle serait déclaratif ex ante pour prétendre avoir accès aux bénéfices du contrôle, en indiquant les membres de la coalition de contrôle. On retrouve ici la logique de déclaration des actions de concert à l'AMF.

Le montant des dividendes annuels de contrôle serait soumis à un maximum légal de 10% des bénéfices de l'année ; le taux du dividende du contrôle ferait l'objet d'une approbation annuelle soumise à l'AG. Proposé par le dirigeant ou le Conseil, ce taux est décidé par les autres actionnaires, c'est à dire les minoritaires, en AG. Le groupe de contrôle ne peut participer au vote car il ne peut décider de sa propre rémunération. Ce mouvement rejoint une tendance actuelle qui fait participer les actionnaires en AG à l'approbation ou à la détermination de la rémunération des dirigeants et des administrateurs.

Les dividendes du contrôle ne sont pas les anciens tantièmes ressuscités pour l'occasion, même s'il y a des apparences semblables. La base du prélèvement (x% du bénéfice dans le premier cas, 10% dans l'autre) est la même. Les bénéficiaires ne le sont pas les mêmes : les tantièmes sont versés aux membres du Conseil d'Administration, non aux actionnaires. Les administrateurs ne sont pas tous actionnaires ou le sont symboliquement. Les tantièmes sont un prélèvement sur le droit financier fondamental de l'actionnaire, le droit à la distribution du bénéfice, effectué par un organe de la société. Il est économiquement illégitime puisque le Conseil d'administration est d'abord un organe de la société, personne morale distincte de celle de ses actionnaires. Les tantièmes sont la rente des conseils d'administration. Ils ont une image fortement négative : la France des 200 familles. S'il faut rémunérer le travail des administrateurs, ce qui est économiquement légitime, il existe une forme de rémunération adaptée : les jetons de présence.

Le dividende du contrôle ne se traduit pas par la création d'une nouvelle classe de titres financiers. Le support juridique est toujours l'action, part du capital social qui bénéficie d'un droit nouveau lorsque certaines conditions sont remplies. Tel est aussi le cas des actions à droit de vote double. Lorsque les conditions n'en sont plus remplies, ou lorsque les actions du groupe de contrôle sont cédées, le titre retrouve son statut standard et donc son prix est unique sur le marché boursier. Ainsi ces droits supplémentaires contingents au comportement du propriétaire ne sont pas des rentes perpétuelles, mais des avantages temporaires.

3 - Les conséquences attendues

Rendre explicite des bénéfices privés implicites va dans le sens de la transparence. Les rendre débattus et contradictoires renforce leur légitimité et évite les accusations de prédation qui pèsent sur les bénéfices privés du contrôle. Associer supplément de risque encouru par une catégorie d'actionnaire et supplément de rémunération légitime économiquement cette dernière.

LA REVUE DU FINANCIER

Optimalement les bénéfices publics du contrôle devraient remplacer les bénéfices privés du contrôle. Les coûts liés aux bénéfices privés occultes sont importantes : abus de majorité, coût de dissimulation, coût de dédouanement. Par exemple, les conventions entre associées doivent être justifiées et sont contrôlées. Les audits externes exercés au profit des investisseurs et actionnaires sont une menace contre les prélèvements discriminatoires et non justifiés. Le fisc peut mettre en cause la déductibilité de ces dépenses qui seront requalifiées en bénéfice taxable... C'est là d'ailleurs un élément important : les bénéfices privés sont les plus souvent avant impôts alors que les dividendes et surdividendes sont versés après impôts. En étant optimiste peut espérer qu'une fraction importante des bénéfices privés se transformera en surdividendes.

La rémunération apparente de capitaux propres est appelée à augmenter pour les actionnaires de contrôle et pour les autres actionnaires. Les bénéfices affichés vont répercuter mécaniquement la part de bénéfices auparavant privés qui deviendront publics. Une augmentation des bénéfices factuels permet de mieux apprécier la valeur de marché des entreprises. Même s'ils sont affectés en priorité à l'actionnaire de contrôle sous forme de quote-part affectée, il se met en place une autorégulation sous la forme d'un contrat de contrôle visant à déterminer le montant du surdividende du contrôle. Les actionnaires-investisseurs n'ont intérêt à verser cette rémunération que sous hypothèse d'une création de bonnes pratiques et d'incitation du groupe de contrôle à remplir sa fonction de contrôle stratégique. Le contrôlant ne remplit cette fonction et n'assume les risques spécifiques associés que si une rémunération est attribuée. Il s'agit d'un jeu répété qui n'a de sens que s'il crée une valeur économique qui se répartit entre l'actionnaire contrôlant et les autres. La conclusion d'un contrat c'est à dire l'affichage explicite d'un surdividende du contrôle apparaît aux tiers comme un signal positif d'une convergence qui a temporairement abouti. Se met en place une boucle vertueuse dans le temps avec un jeu répété multipériodique qui facilite le renouvellement du contrat de partage les années suivantes. La boucle est aussi positive en permettant de comparer avec les entreprises pour lesquelles il n'est pas versé de surdividendes de contrôle alors même que le contrôle par un groupe actionnarial est visible. C'est le signal négatif d'un maintien des bénéfices privés.

Conclusion

Quel est l'enjeu d'une reconnaissance explicite et donc légale de la responsabilité spécifique et de la rémunération de l'actionnaire contrôlant ? Il est simplement qu'à défaut d'être explicite, elle restera occulte. Les bénéfices privés comme leur nom l'indique sont un prélèvement implicite. Comme tels, ils ne sont pas contestables par des actionnaires minoritaires qui ne peuvent interpellier l'actionnaire de contrôle sur l'efficacité de son activité. Les bénéfices privés prennent dès lors la forme d'une vraie rente d'exercice du pouvoir. La contestation par la menace d'une offre publique d'achat ou par la prise de contrôle sur le marché des actions n'est qu'une arme externe. Instiller dans le contrat de contrôle une logique d'équilibre entre le gain d'efficacité économique et sa rémunération est à notre sens un progrès. Le pouvoir existe, il a un prix.

Cet article a permis d'identifier les points qui font levier pour une cohérence des pratiques :

- Les actionnaires contrôlants ne bénéficient plus de la responsabilité limitée aux apports. Ils s'exposent à une responsabilité élargie dans l'exercice de leur mission de contrôle stratégique de l'entreprise.
- Le RSE élargit le champ de la responsabilité de la société suite aux conséquences directes ou indirectes de ses décisions. Le mécanisme de réinternalisation de la RSE est celui de la responsabilité juridique consécutive aux dommages causés. La notion juridique est celle de prise en compte des intérêts affectés.

L'ASSOMPTION DE RISQUES ECONOMIQUES ELARGIS

- Les actionnaires de contrôle peuvent bénéficier d'une rémunération particulière sous la forme d'un dividende du contrôle. Celui-ci est approuvé par l'assemblée des actionnaires.

On objectera que ces propositions sont en fait très archaïques. Elles traduisent un certain retour vers des formes sociales qui ont eu leurs gloires au XIX^{ème} siècle : tout particulièrement la commandite. C'est exact. La différence est cependant de taille entre l'entreprise industrielle du XIX^{ème} siècle et les entreprises post-industrielles prenant des décisions complexes aux conséquences multiples dont elles doivent aujourd'hui assumer la responsabilité directe et indirecte envers des tiers connus ou même non identifiés, qui seront demain affectés par leurs conséquences. L'enjeu de la responsabilisation n'est pas le même. L'irresponsabilité (ou la responsabilité limitée) des actionnaires pourrait, dès lors, très bien n'avoir été qu'une parenthèse temporelle dans les phases de développement du capitalisme actionnarial.

L'important est que la prise de risque économique soit financièrement rémunérée sans trop d'externalités et avec le minimum de rente. C'est là le principe même du capitalisme en tant que système d'organisation de l'activité économique et d'assumption du risque de projets économiques risqués. Là encore, rien de nouveau.

Bibliographie

- Alchian A. et Demsetz H. (1972) « Production, Information costs and economic organization », *American Economic Review*, vol.62, p. 777 sq.
- Champaud C. (1962), *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Paris
- Charreaux G. (2002) « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 141, Novembre-Décembre, p. 77-108
- Hart O. (1993) « Incomplete contract and the theory of the firm », in *The nature of the firm- Origin, Evolution and Development*, Williamsosn O. et Winter S. (éd.)
- Gibbons R. (2002) « Relational contract and the theory of the firm », *Quarterly Journal of Economics*, vol.117, p. 39-83
- Grimonprez B. (2010) « Pour une responsabilité des sociétés mères du fait de leurs filiales », 28 janvier 2010, *Revue des Sociétés*, p. 715.
- Ginglinger E. (2002) « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, n°147, novembre-décembre, p. 37-55
- La Bruslerie H. de (2010) *L'entreprise et le contrat: Jeu et enjeux*, Editions Economica, Paris
- Le Maux J. (2003) « Les bénéfices privés: une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n°1, p. 63-92
- Le Maux J. (2008) « La coalition de contrôle », *Revue Française de Gestion*, vol. 181, p. 15-39
- Martinet A. C. (2002) « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue Française de Gestion*, n°147, novembre-décembre, p. 57-76
- Pascaud-Blandin P. (2013) « La responsabilité de la société mère du fait des actes commis par sa filiale », Mémoire de Master, Université Paris Sud, 48 p.
- Ripert G. (1951) *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2^{ème} édition, LGDJ, Paris
- Robé J.Ph. (2009) « Responsabilité limitée des actionnaires et responsabilité sociale de l'entreprise », *Entreprise et histoire*, vol. 57, p. 1-19
- Robé J. Ph. (2011) « The legal structure of the firm », *Accounting, Economic, and Law*, vol.1, n°1

La gouvernance au cœur de l'administration des entreprises 183s6

L'essentiel

La *corporate governance* désigne l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise. L'approche considère sous cette terminologie les systèmes d'amélioration de la performance au bénéfice des ayants droit. L'article montre à travers les différents systèmes de *rating* mis en place au plan international une relation significative entre les améliorations de *corporate governance* et la valorisation des entreprises. Cette relation s'atténue après 2000 du fait d'un effet d'apprentissage pour les entreprises. Par ailleurs, tant les mesures anti-prise de contrôle que les structures permettant l'enracinement des dirigeants ont des effets négatifs sur la valorisation des entreprises.

par
Maurice NUSSENBAUM
Professeur à l'université
Paris Dauphine, expert
financier agréé par
la Cour de cassation,
président de Sorgeom,
évaluation, expert
judiciaire agréé par la
Cour de cassation

La « *corporate governance* » ou gouvernance d'entreprise désigne l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise ⁽¹⁾.

Les deux exemples qui suivent vont permettre de se sensibiliser à différentes questions soulevées par l'impact de la gouvernance

sur les performances des organisations.

À partir d'un échantillon d'environ 9 000 entreprises, cotées ou non cotées, et dont les données sont accessibles à travers les statistiques relatives aux cartes de Sécurité sociale, M. Bennedsen et d'autres auteurs ⁽²⁾ ont mesuré l'impact de l'hospitalisation des *chief executive officer* (CEO) sur l'activité et la rentabilité de leurs entreprises et ont établi que cet impact est largement supérieur à celui de l'hospitalisation d'autres cadres supérieurs. L'analyse montre également que les probabilités de remplacement des CEO augmentent avec leur durée d'hospitalisation. Cette analyse permet de mettre en évidence le rôle central du CEO dans la performance des entreprises. Le CEO apparaît ainsi comme la clé de voute du système de gouvernance et d'organisation de l'entreprise.

Sur un tout autre plan, dans une étude consacrée à l'affrontement de l'Angleterre contre Napoléon, Roger Knight ⁽³⁾ montre que la victoire de l'Angleterre n'a pas résulté uniquement de la bataille de Waterloo mais de l'affrontement de deux systèmes de gouvernance de l'économie pour conduire l'effort de guerre. L'auteur met en avant la supériorité du système anglais dans la coordination à la fois de son système financier en vue du financement de l'effort de guerre (estimé à 200 % du *gross national product* (GNP)) et de son système industriel de défense pour

assurer les équipements nécessaires tant pour la marine que pour les armées de terre.

Ces deux exemples mettent en avant l'impact de l'organisation du commandement dans le succès de tout type d'entreprise.

La notion de gouvernance (*corporate governance*) est une notion étroite pour la théorie financière puisqu'elle se situe uniquement dans le champ de la performance financière et dérive en cela de la théorie de l'agence qui traite des conséquences économiques de la séparation entre les propriétaires du capital (les actionnaires) et les managers de l'entreprise.

La première définition de la *corporate governance* a été donnée dans le rapport Cadbury ⁽⁴⁾ comme le système par lequel l'entreprise est dirigée et contrôlée.

Les apporteurs de capitaux (actionnaires principalement) étant obligés dans la grande entreprise moderne de déléguer leur pouvoir à des managers, ils doivent mettre en place les conditions les plus à même de leur permettre de retirer un rendement suffisant de leurs investissements.

L'écart entre le rendement réel et le rendement optimal est appelé *coûts d'agence*. Ceux-ci dérivent de cette délégation.

L'organisation optimale de la gouvernance consiste à réduire les coûts d'agence en définissant les mécanismes d'incitation qui permettent d'aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires.

Les systèmes de *corporate governance* comportant des caractéristiques internes et externes. Parmi les caractéristiques internes on compte les règles de fonctionnement du conseil d'administration et de ses comités, et notamment du comité d'audit et de celui des rémunérations. Elles comprennent également les règles qui définissent la structure de propriété et la répartition du pouvoir entre les différentes catégories d'actionnaires.

Les caractéristiques externes de la *corporate governance* vont au-delà du contrôle par les actionnaires :

– elles comprennent le pouvoir de contrôle des détenteurs de blocs ainsi que celui des analystes externes ;

(1) V. en outre la définition de G. Charreaux, *L'étude des systèmes décisionnels qui délimitent les pouvoirs décisionnels des dirigeants*, Encyclopédie des ressources humaines Vuibert, 2003, p. 628 à 640.

(2) M. Bennedsen, F. Perez Gonzalez et D. Wolfenzon « Evaluating the impact of the boss : Evidence from CEO hospitalization events », janv. 2012, *working paper*, www.stanford.edu.

(3) R. Knight, *Britain against Napoleon - The operations of victory*, Allen Lane, 2013, p. 678.

(4) A. Cadbury, *The Code of Best Practice on Corporate Governance*, 1992, v. *Committee on corporate governance*.

– elles comprennent également les fonctions accordées aux auditeurs externes et la gestion des prises de contrôle notamment à travers les mécanismes anti-prises de contrôle ;

– elles comportent aussi des mécanismes de régulation mis en place par le législateur pour définir les pouvoirs et assurer la protection des actionnaires minoritaires.

Ainsi, au-delà des aspects purement éthiques ou sociologiques de la gouvernance, son but ultime, pour la théorie financière, est d'améliorer la performance de l'entreprise au bénéfice de ses ayants droit.

Il existe donc une certaine ambiguïté entre les effets purement financiers à court et à long terme de la *corporate governance* et ses effets sociétaux sur le fonctionnement des entreprises qui dépassent les seuls intérêts des actionnaires. La théorie financière se limite à l'analyse des effets financiers.

Pour évaluer l'efficacité des différentes règles et systèmes mis en place, il faut en mesurer les effets en les comparant d'une entreprise à une autre et d'un pays à un autre.

On peut effectuer cette analyse principalement à l'aide d'indicateurs globaux de la *corporate governance* ou bien en analysant spécifiquement les effets des différentes composantes de la *corporate governance*.

C'est pourquoi notre analyse comprendra deux parties : l'analyse des effets de la *corporate governance* à l'aide des indicateurs globaux de *corporate governance* (I) et l'analyse des impacts spécifiques des composantes internes et externes de la *corporate governance* : administrateurs externes, fonctionnement du conseil d'administration, investisseurs institutionnels et marché du contrôle (II).

L'analyse de l'impact de la *corporate governance*, que ce soit sur les performances des entreprises ou sur leur valorisation, se fait à l'aide de tests économétriques consistant à corréliser les systèmes mis en place dans les entreprises avec leurs performances. Cette analyse est toujours statistiquement délicate du fait d'une certaine indétermination du sens de la causalité. Les méthodes de test utilisées doivent adresser ces questions de manière adéquate ⁽⁵⁾.

I. ANALYSE DES EFFETS DE LA CORPORATE GOVERNANCE À L'AIDE DES INDICATEURS GLOBAUX DE CORPORATE GOVERNANCE

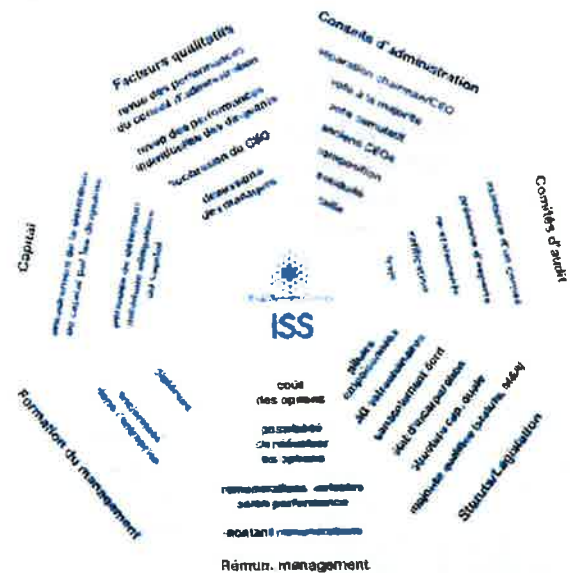
A. Les différentes mesures de la corporate governance

Il existe des *ratings* de la *corporate governance* comme il existe des *ratings* du crédit des entreprises.

Trois principales entreprises se partagent ce marché de l'évaluation de la *corporate governance* et fournissent des informations utiles pour les investisseurs désireux d'investir dans les entreprises concernées par ces mesures, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels ou institutionnels.

RiskMetrics/ISS délivre un rating appelé corporate governance quotient (CGQ) ou portant sur les entreprises cotées US. La méthodologie utilisée repose sur l'appréciation de 65 variables réparties en sept catégories :

les conseils d'administration et d'audit, les dispositions statutaires (dont l'État d'incorporation ⁽⁶⁾), les systèmes de rémunération des administrateurs et dirigeants, la détention d'actions par les membres du conseil et par le management, les facteurs qualitatifs et la formation des dirigeants.



Exemple de facteurs de ratings RiskMetrics/ISS
Adapté du tableau de D. Larcker et B. Taylor, *Corporate governance matters*, Pearson Education, FT Press, 2011, p. 436 (4. tableau 13.1).

Cette méthodologie a été mise au point en analysant les corrélations des différentes caractéristiques considérées avec les performances des entreprises de manière à construire une échelle allant de 0 à 100 en pondérant les différents critères.

RiskMetrics a remplacé son système CGQ en 2010 par un système CRiI (governance risk indicators) qui s'appuie sur 166 données issues des seuls quatre domaines suivants : audit, structure du conseil, droits des actionnaires, et rémunérations. Risk Metrics n'a pas dévoilé la méthodologie utilisée en détail pour déterminer les poids accordés aux différents critères.

Un troisième système développé par Governance Metrics International (GMI) repose sur 600 variables évaluées 0 ou 1 (oui ou non) regroupées en six catégories : conseil d'administration, reporting financier, contrôle interne, droits des actionnaires, rémunération et marché du contrôle et comportement corporate.

GMI indique avoir également testé son système de scoring.

The corporate library (TCL) mesure les niveaux de risque associés à la *corporate governance* avec une échelle allant de A à F reposant sur les mêmes types de critères que les précédents. TCL fournit encore moins d'informations que les autres sur la construction de son indicateur.

Un autre système d'origine universitaire a également été développé par Gompers, Ishii et METRICK (2003)

(5) P. Brown, W. Reekes et P. Verhoeven, « Corporate governance, Accounting and Finance », *Accounting and Finance* mars 2011, vol. 51, issue 1, p. 96 à 122.

(6) L'État où est enregistrée la société.

Actes de Colloque

en utilisant les informations fournies par l'IRRC (*investor responsibility center*) qui repose sur les données de 1000 entreprises cotées.

Ce système consiste à distinguer des entreprises qualifiées de « démocratiques » (à indice G faible) et des entreprises « dictatoriales » (à indice G élevé).

L'indice G de Gompers qui comprend 24 variables appartenant aux cinq groupes suivants :

- la possibilité de repousser un *bidder* hostile à l'aide de différentes dispositions relatives à l'utilisation de leurs droits de vote par les actionnaires et aux modifications de la composition du conseil d'administration ;
- les mécanismes de protection des administrateurs et principaux dirigeants à l'aide notamment des *golden*

parachutes, des limitations de leurs responsabilités et de leur système de rémunération en général ;

- les limites aux droits de vote des actionnaires concernant notamment les modifications des statuts, les droits de vote multiples ou différenciés selon les types d'actionnaires, et les exigences de majorité qualifiées (*super majorités*) ;

– les autres dispositions au niveau de l'entreprise telles que les retraites chapeau, les pilules empoisonnées, les devoirs des administrateurs ;

- les dispositions statutaires se référant à l'État d'enregistrement concernant les fusions, les exigences de prix équitables et les dispositions anti chantage (*anti-green mail statutes*).

Facteurs de ratings pris en compte dans l'indice G (de Gompers et al. (2003))

		% d'entreprises ayant adopté les dispositions ci-dessous			
		1990	1993	1995	1998
Delay	Blank Check	76.4	80.0	85.7	87.9
	Classified Board	59.0	60.4	61.7	59.4
	Special Meeting	24.5	29.9	31.9	34.5
	Written Consent	24.4	29.2	32.0	33.1
Protection	Compensation Plans	44.7	65.8	72.5	62.4
	Contracts	16.4	15.2	12.7	11.7
	Golden Parachutes	53.1	55.5	55.1	56.6
	Indemnification	40.9	39.6	38.7	24.4
	Liability	72.3	69.1	65.6	46.8
	Severance	13.4	5.5	10.3	11.7
Voting	Bylaws	14.4	16.1	16.0	18.1
	Charter	3.2	3.4	3.1	3.0
	Cumulative Voting	18.5	16.5	14.9	12.2
	Secret Ballot	2.9	9.5	12.2	9.4
	Supermajority	38.8	39.6	38.5	34.1
	Unequal Voting	2.4	2.0	1.9	1.9
Other	Antigreenmail	6.1	6.9	6.4	5.6
	Directors Duties	6.5	7.4	7.2	6.7
	Fair price	33.5	35.2	33.6	27.8
	Pension Parachutes	3.9	5.2	3.9	2.2
	Poison Pill	53.9	57.4	56.6	55.3
	Silver Parachutes	4.1	4.8	3.5	2.3
State	Antigreenmail Law	17.2	17.6	17.0	14.1
	Business combination Law	84.3	88.5	88.9	89.9
	CashOut Law	4.2	3.9	3.9	3.5
	Directors Duties Law	5.2	5.0	5.0	4.4
	Fair Price Law	35.7	36.9	35.9	31.6
	Control Share Acquisition Law	29.6	29.9	29.4	26.4
Number of Firms		1357	1343	1373	1708

Source : Tableau 13.2 de D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 449 (cf. note n° 6)

Les auteurs Bebchuk et al. (2009)⁽⁷⁾ ont prolongé l'indicateur G en y ajoutant des paramètres qu'ils considéraient avoir le plus d'influence sur la performance tels que les modes de désignation et de remplacement des membres du conseil (*staggered board*) ainsi que les types de majorité requise pour les approbations des fusions, les parachutes dorés et les pilules empoisonnées. Ils ont désigné par E pour « *entrenchment* » ou enracinement, l'indice G ainsi modifié.

Si à ce stade de notre analyse, on compare les différents systèmes de mesure de *corporate*, on doit d'abord noter que leur intérêt réside normalement dans leur caractère prédictif notamment des difficultés à venir dans la gouvernance des entreprises évaluées : si le *rating* est défavorable, on doit normalement s'attendre à des difficultés.

On doit cependant observer que ces différents systèmes n'aboutissent pas aux mêmes classements. Telle entreprise bien évaluée par un système le sera moins bien par un autre ce qui limite leur portée. Leur capacité à fournir des indications prédictives sur les performances de l'entreprise, l'évolution du cours de l'action ou les risques de faillite ou encore de conflits ont été étudiées ces dernières années. Les résultats s'avèrent en général décevants. Il existe une faible corrélation à la fois entre les différentes mesures et avec les performances des entreprises étudiées ce qui semble montrer une faible capacité prédictive.

Cependant, compte tenu de leur effet de signal sur les actionnaires, ils ont un fort impact sur les comportements des entreprises qui cherchent généralement à améliorer leurs scores.

En conséquence, les indices et *ratings* ne semblent pas aboutir à des mesures fiables de performance. Ceci ne signifie pas que la *corporate governance* soit sans impact sur les performances car, comme on va le voir ci-après, l'indépendance des conseils, les systèmes de rémunérations, les systèmes d'audit, et les dispositions anti prises de contrôle constituent des éléments importants et mesurables de la *corporate governance* mais peuvent avoir des effets différents selon les contextes des entreprises considérées ce qui suppose des analyses qualitatives complémentaires, non réductibles à des mesures d'indice.

B. L'impact de la *corporate governance* sur les performances de l'entreprise ainsi que sur la valeur de l'entreprise

1. L'étude de l'influence de *corporate governance* sur la valeur de l'entreprise n'a pas été possible avant les années 90 faute de données disponibles

Cette analyse met en évidence deux types d'observations :

- une influence positive de la gouvernance sur les performances et la valorisation de l'entreprise ;
- un effet d'apprentissage des entreprises et des marchés, suite à la mise en place de réglementations et des bonnes pratiques ayant conduit à atténuer la relation observée entre CG et performances.

a. L'influence positive

Une étude importante menée par M. Cremers et A. Ferrell (2009-2013) porte sur un échantillon d'entreprises constituées depuis 1978 et utilise les indices G de Gompers et E de Bebchuk⁽⁸⁾.

Cette étude permet de retracer l'impact de 30 années de *corporate governance*. Elle prend en compte les changements importants intervenus dans les années 80 concernant les droits des actionnaires.

Les auteurs trouvent une relation négative très forte et statistiquement significative entre l'évolution à la baisse de la valeur des entreprises et un faible niveau de *corporate governance* mesuré par des niveaux élevés de l'indice G sur la période 1978-2006.

En se focalisant sur les caractéristiques de l'indice E, la relation apparaît plus négative après 1985 qu'avant, lorsqu'on retire les entreprises ayant mis en place des pilules empoisonnées, devenues autorisées par simple décision du conseil d'administration, après l'affaire *Moran vs Household*, car ces entreprises n'offrent plus aux actionnaires de protection contre les mauvaises performances des managers.

Au plan méthodologique, les auteurs ont donc réalisé une régression dans laquelle la variable à expliquer est un indicateur de valeur des entreprises de l'échantillon à travers le Q de Tobin (ratio de la valeur de marché de l'entreprise sur la valeur comptable) en fonction des niveaux d'indice G de Gompers ou E de Bebchuk. C'est ainsi qu'est mise en évidence une relation entre les deux variables.

L'importance du clivage entre avant 1985 et après est due à la décision de 1985 de la cour suprême de l'État de Delaware dans l'affaire *Moran vs Household* qui a constitué une modification très importante des droits des actionnaires.

Cette décision Moran a en effet validé judiciairement la légalité de l'adoption des pilules empoisonnées. Elle a, de ce fait, donné au conseil d'administration une grande latitude d'action, sur la base de son propre jugement « *judgment rule* » pour s'opposer aux propositions de prise de contrôle en retirant à l'assemblée générale, et par là même aux actionnaires au profit du conseil d'administration, la décision d'adoption des pilules empoisonnées et de tout autre mécanisme de défense (décision *Unocal vs Mesa Petroleum* de 1985 également).

Cette décision traduit un changement de pouvoir en faveur du conseil d'administration et des managers et en défaveur d'un bon fonctionnement du marché du contrôle.

Ainsi, la décennie des années 1980 apparaît marquée par un déclin du pouvoir actionnarial qui va s'arrêter dans les années 1990. C'est la raison pour laquelle la relation entre G et la valorisation mesurée par Q ne peut être observée que pour les entreprises n'ayant pas décidé de se soustraire au contrôle des actionnaires par des dispositifs anti-OPA.

Pour les auteurs, c'est essentiellement la décision *Moran vs Household* de 1985 qui constitue le point de départ de

(7) L. A. Bebchuk, A. Cohen et A. Ferrell, « What matters in corporate governance » *Review of financial studies* 2009, n° 22, p. 783 à 827.

(8) M. Cremers et A. Ferrell, « Thirty years of shareholders rights and firm valuation », à paraître en 2014 - *The Journal of Finance*, doi 10.1111/jofi.12388.

cette inversion plus que les dispositifs complémentaires anti OPA adoptés ultérieurement.

C'est pourquoi la relation négative la plus forte entre le niveau de l'indice G et la valorisation d'entreprise ne s'observe qu'après l'entrée en vigueur de la décision *Moran vs Household* et de surcroît pour les entreprises enregistrées dans l'état du Delaware même si les autres états ont suivi après.

En effet, ce sont seulement les entreprises ne disposant pas de structure duale de droits de vote qui ont été affectées (car ces dernières disposaient déjà de moyens de se protéger contre les prises de contrôle) et les résultats sont significatifs en prenant en compte toutes les mesures statutaires ou non anti-prise de contrôle.

Ainsi après la décision *Moran vs Household*, on observe que l'adoption de pilules empoisonnées a un effet négatif et statistiquement significatif sur la valorisation des entreprises en fonction de l'indice G (pour les entreprises n'ayant pas adopté de pilules empoisonnées) pendant la période 1985 – 2006.

Pour les entreprises ayant adopté des pilules empoisonnées ou disposant de structures à droits de vote double, l'indice G n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise.

L'adoption de pilules empoisonnées apparaît ainsi comme la décision centrale concernant les droits des actionnaires.

La valeur des entreprises diminue de 5 % au moment de l'adoption de ces pilules et on n'observe plus de variation ultérieure, alors que pour les entreprises ne les ayant pas adopté l'accroissement de l'indice G est associé avec une baisse de valeur d'environ 1,7 % par écart type de l'indice G.

Sur l'ensemble de la période 1978-2006, et sur l'ensemble de l'échantillon, une augmentation d'un écart type de G, traduisant une baisse de la protection des droits des actionnaires, entraîne une baisse de valeur de 3,3 % au niveau de l'indice G de valeur de l'entreprise, bien que cette variation de G soit plus forte après 1990.

L'effet gouvernance est de plus renforcé pour les secteurs à fort niveau de fusions acquisitions puisque la relation entre l'indice G et la valorisation des entreprises augmente de 50 % pour ces derniers ce qui valide l'idée que c'est par l'intermédiaire des prises de contrôle que se manifeste principalement le lien entre l'indice G et la valeur d'entreprise.

On constate ainsi que l'adoption des pilules empoisonnées validée par la cour suprême en 1985 a eu un impact très négatif sur la relation entre la *corporate governance* et la valorisation des entreprises puisqu'elle a permis d'immuniser le management contre le pouvoir disciplinaire du marché des fusions-acquisitions.

b. L'effet d'apprentissage

Une autre étude menée par L. Bebchuk et al. (2013)⁽⁹⁾ apporte un éclairage un peu différent tout en utilisant les mêmes indices de *corporate governance* à savoir le G et le E.

Ils s'intéressent aux perceptions par les marchés de modifications de la *corporate governance* à travers des stratégies de gestion de portefeuille consistant à acheter des portefeuilles d'actions à haut niveau de *corporate governance* et à vendre des portefeuilles à faible niveau. Dans une première période, les investisseurs n'avaient pas suffisamment d'expérience pour anticiper les effets de la *corporate governance* et de ce fait ils ont bénéficié de rendements dits anormaux positifs à travers la gestion décrite précédemment alors que dans une période ultérieure, connaissant l'impact potentiel sur la rentabilité de la *corporate governance*, ils ont été amenés à payer ex-ante plus cher les titres correspondant à des hauts niveaux de *corporate governance* et de ce fait n'ont plus bénéficié de rendements anormaux positifs.

La méthode consiste à créer des échantillons dits de « firmes démocratiques » à faible niveau d'indice G et « dictatoriales » à fort niveau de G. Ces échantillons servent à construire des portefeuilles de titres.

La stratégie consiste alors à acheter le portefeuille démocratique et à vendre le portefeuille dictatorial. On compare ensuite les rendements de cette stratégie avec le rendement du marché dans son ensemble en le corrigeant du facteur risque attaché au portefeuille d'investissement. On est donc à un niveau de risque identique et dès lors si la *corporate governance* n'entraîne pas d'information nouvelle pour l'investisseur, les deux stratégies devraient avoir les mêmes rendements.

Or, il apparaît des rendements anormaux positifs et significatifs pour la stratégie consistant à privilégier les firmes « démocratiques », toutes choses égales par ailleurs mais seulement sur les années 1990-1999.

Les auteurs ont montré qu'en achetant un portefeuille démocratique et en vendant simultanément un portefeuille dictatorial, on réalisait un rendement positif de 8,5% par an (entre 1990 et 1999).

Pour la période 2000 à 2008, les résultats sont très différents puisque la comparaison des rendements entre le portefeuille démocratique et le portefeuille moyen corrigé du risque ne donne aucune différence significative.

Les auteurs expliquent cette évolution par un mécanisme d'apprentissage.

La disparition de la corrélation entre gouvernance et rendement est à relier avec une plus grande attention portée par les acteurs de marché à aux problématiques de gouvernance.

Jusqu'au début des années 2000, les réactions des marchés boursiers aux annonces relatives à la *corporate governance* s'analysaient comme de bonnes surprises pour les entreprises ayant adoptées des mesures de bonne gouvernance et non pour les autres qui n'avaient pas les mêmes dispositifs. Les analystes eux-mêmes étaient généralement plus positivement surpris avant les années 2000 par les annonces à des entreprises à bonne gouvernance que par les autres et ce phénomène disparaît ensuite.

Ces tests ont été refaits sur la décennie suivante par Bebchuk et al. (2009)⁽¹⁰⁾. Non seulement ils ne trouvent

(9) L. Bebchuk, A. Cohen et C.-Y. Wang, « Learning and the disappearing Association between Governance and returns », *Journal of Financial Economics* 2013, n° 108, p. 323 à 348.

(10) L. Bebchuk, A. Cohen et A. Ferrell, « What matters in corporate governance », *Review of Financial Studies*, 2009, n° 22, p. 783 à 827.

pas la même relation, mais en plus ils avancent que les résultats de la décennie précédente seraient plus liés à l'appartenance sectorielle des entreprises qu'à leur niveau de *corporate governance*.

Cependant, après les années 2000, même si les indices de gouvernance n'étaient plus générateurs de surprises et de sur-rendement, ils restent attachés, comme l'ont montré Cremers et Ferrell⁽¹¹⁾, à des corrélations négatives avec les valorisations mesurées par l'indicateur Q de Tobin.

2. Les déterminants de l'impact de la *corporate governance* sur la valeur

a. *corporate governance* et fonds propres.

Impact sur le coût du capital. En théorie, un système de *corporate governance* efficace doit avoir un impact sur la valeur de l'entreprise en réduisant l'expropriation des actionnaires minoritaires et en améliorant les *cash-flows* qui peuvent leur être distribués.

Une des composantes de cet impact est la contribution de ces pratiques à la réduction du coût du capital de l'entreprise, qui constitue un déterminant important de la valeur d'entreprise.

Il existe une littérature croissante montrant que la *corporate governance* a des effets sur le coût du capital. En effet, en théorie, une meilleure *corporate governance* réduit les coûts d'agence et donc par là même le rendement exigé par les actionnaires pour leurs capitaux ce qui se répercute positivement sur la valeur. Mais ces résultats doivent être interprétés avec précaution car il est difficile d'estimer les coûts implicites de financement.

Cependant les effets marginaux de la *corporate governance* sur le coût du capital apparaissent les plus importants pour les entreprises qui ont les problèmes de coûts d'agence les plus élevés⁽¹²⁾.

Impact sur les politiques de distribution de dividendes.

La relation entre la *corporate governance* et la politique de dividendes est un indicateur des coûts d'agence pesant sur les *free cash-flows* et par là même indirectement sur le coût du capital. Il n'existe pas de relation claire entre la *corporate governance*, les coûts d'agence et les politiques de distribution et il existe à cet égard deux hypothèses opposées : soit la protection des actionnaires minoritaires à travers la *corporate governance* est suffisante pour obliger les dirigeants à adopter une politique de distribution favorable ce qui entraîne un lien positif entre *corporate governance* et distribution, soit on considère que la distribution et la *corporate governance* remplissent la même fonction de réduction des coûts d'agence et le sens du lien est indéterminé.

Pour R. La Porta et al. (2000)⁽¹³⁾, la politique de distribution semble résulter plus directement des réglementations en faveur des actionnaires minoritaires. En effet les pays où celle-ci est plus en leur faveur (mesurée par un indice de *anti directors rights* ou par l'efficacité du système juridique

en matière de protection des minoritaires), les niveaux de distribution sont plus élevés.

Alors que la théorie de l'agence a un bon pouvoir explicatif sur les politiques de dividendes en fournissant une bonne description de la manière dont ces politiques sont construites, il semble y avoir peu de consensus sur le rôle respectif de la *corporate governance* et de la politique de distribution sur les coûts d'agence car pour certains les deux sont substituables et pour d'autres une politique de distribution favorable aux actionnaires correspond à un niveau élevé de *corporate governance*.

On peut cependant conclure qu'un niveau élevé de protection des minoritaires favorise la distribution des surplus de cash⁽¹⁴⁾.

Impact sur le coût de la dette. La recherche montre que les créanciers prennent en compte les pratiques de *corporate governance* pour évaluer leurs risques de prêteurs. De ce fait ces pratiques contribuent à la détermination des ratings et ont un impact à la fois sur le niveau relatif d'endettement (*leverage*) et sur le coût de la dette à travers les niveaux de *spread*.

L'impact sur l'effet de levier résulte du rôle disciplinaire de celui-ci puisqu'il contribue à réduire les coûts d'agence en obligeant les dirigeants à faire face au remboursement des dettes alors que l'abondance de *free cash flows* leur donne une plus grande latitude de gestion mais aussi à l'inverse dans des pays à faible niveau de *corporate governance*, le levier résultant de prêts intergroupes liés peut permettre une forme d'expropriation des actionnaires minoritaires par une augmentation du risque en leur faisant supporter des risques du groupe dans lequel ils n'ont pas d'intérêt direct.

L'impact sur le coût de la dette résulte quant à lui du fait que les créanciers prennent en compte les pratiques de *corporate governance* pour apprécier leur niveau de risque et par là leur niveau de *spread* exigé. Il semble que cette pratique soit largement répandue notamment du fait que la *corporate governance* est associée à une meilleure information financière et comptable⁽¹⁵⁾.

b. *Corporate governance* et politiques de transparence financière et comptable

Les pratiques de *corporate governance* ont un effet de monitoring sur l'entreprise. De ce fait, on peut s'attendre à ce qu'elles favorisent la divulgation d'informations comptables appropriées. Cette divulgation contribue à réduire l'incertitude sur l'activité et les résultats et par la même à réduire les primes de risque exigées par le marché (coût du capital et coût de la dette). En fait, la relation est plus complexe car la diffusion d'informations financières et comptables de qualité peut aussi compenser des faiblesses, perçues par le marché, dans la *corporate governance* du fait de la structure de propriété de l'entreprise. Certaines études trouvent un lien positif entre la qualité de la *corporate governance* et les divulgations d'informations

(11) D. Larexer et B. Tayan, *op. cit.*

(12) K. C.W. Chen et al., « Agency costs of free cash flows and the effect of shareholders rights on the implied cost of equity capital », *Journal of financial and quantitative analysis* 2011, Vol 46, p. 171 à 207.

(13) R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes et al. : « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics* 2000, 58-3-27.

(14) P. Brown, W. Beekes et P. Verhulven, « Corporate governance, Accounting and Finance » : *Accounting and Finance* mars 2011, vol 51, issue 1, p. 96 à 172.

(15) R. C. Anderson et al. : « Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt », *Journal of Accounting and Economics* 2004, n° 37, p. 315 à 342.

appropriées (*disclosure*) Les entreprises les mieux gouvernées ont tendance à fournir des informations sensibles de manière plus régulière ⁽¹⁶⁾.

Concernant la qualité des informations comptables et l'absence de fraudes, de nombreuses études se sont interrogées à la suite de l'affaire *Enron*, sur le fait de savoir si des changements de structure du conseil d'administration auraient pu éviter les pratiques répréhensibles. En fait, il semble que non et que seule une plus grande indépendance des auditeurs et des meilleurs contrôles internes aurait été de nature à limiter le pouvoir de dissimulation du management ⁽¹⁷⁾.

Ainsi, les comités d'audit mis en place par les dispositions SOX (*sarbanes-oxley act*) sont susceptibles d'avoir eu des impacts positifs et en particulier d'avoir réduit l'aptitude du management à interférer sur la politique de présentation des résultats.

Un meilleur monitoring a un effet positif sur la qualité de l'information comptable et financière et permet de réduire les tentations du management d'interférer sur la gestion des résultats et de réduire les fraudes potentielles.

La nécessité pour toutes les entreprises cotées, du moins dans de nombreux pays, de satisfaire un minimum de standards de gouvernance devraient dans l'avenir rendre plus difficile le test des relations entre la qualité des données comptables et des systèmes de gouvernance puisque les relations seront plus complexes.

II. ANALYSE DES IMPACTS SPÉCIFIQUES DES COMPOSANTES INTERNES ET EXTERNES DE LA CORPORATE

Après avoir analysé l'impact de la *corporate governance* de manière globale principalement à travers des indices de *corporate governance*, on va maintenant rechercher l'impact spécifique de différentes caractéristiques de

corporate governance : tout d'abord au plan interne, l'influence des administrateurs indépendants et celle du remplacement du CEO et ensuite au plan externe du rôle des investisseurs institutionnels et du rôle disciplinaire du marché du contrôle.

A. Impact des administrateurs indépendants

Leur impact sur les performances à long terme de l'entreprise n'est pas univoque. S. Bhagat et B. Black ⁽¹⁸⁾ n'en trouvent aucune alors que, R. Duchin et al. (2010) ⁽¹⁹⁾ montrent que leur efficacité dépend du coût et de la difficulté de l'acquisition de l'information relative à l'entreprise, par ces administrateurs.

Lorsqu'il est relativement facile d'acquérir l'expertise nécessaire pour comprendre les déterminants du fonctionnement de l'entreprise, les administrateurs indépendants s'avèrent utiles mais pas dans le cas inverse.

D'autres études montrant qu'ils améliorent l'efficacité des décisions de fusion-acquisition car le marché considère que leur indépendance sera garante de négociations plus indépendantes.

Il n'est cependant pas établi que la présence d'administrateurs indépendants garantisse que les négociations des rémunérations des dirigeants (notamment le CEO) seront plus rationnelles.

En conclusion, les administrateurs indépendants ont un impact à la fois positif et négatif : ils apportent une plus grande indépendance au conseil mais ils ont une moins bonne connaissance des leviers de gestion qui peut conduire à réduire leur efficacité.

On peut résumer les effets des caractéristiques du conseil d'administration dans le tableau suivant établi à partir des résultats de la recherche empirique menée par D. Larcker et B. Tayan ⁽²⁰⁾.

(16) W. Beckes et P. Brown, « Do better governed Australian firms make more informative disclosures ? », *Journal of Business, Finance and Accounting* 2006, n° 33, p. 422 à 450.

(17) S.-L. Gillan et J.-D. Martin, « Corporate governance post Enron: effective reform or closing the stable door ? », *Journal of Corporate Finance* 2007, n° 13, p. 929 à 958.

(18) S. Bhagat et B. Black, « The non correlation between board independence and the long term firm performance », *Journal of Corporate Law* 2002, n° 27, p. 231 à 273.

(19) R. Duchin, J.-G. Matsusaka et O. Ozbas, « When are outside directors effective ? », *Journal of Financial Economics* 2010, n° 96, p. 195 à 214.

(20) D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 141.

Impact des caractéristiques des conseils d'administration sur la performance des entreprises

Board Structure attribute	Finding from research
Independent chairman	No evidence
Lead independent chairman	Modest evidence
Number of outside directors	Mixed (information gap is critical)
Independent directors	No evidence
Independence of committees	Evidence for audit committee primarily
Representation of :	
Bankers	Negative evidence
Financial experts	Positive for accounting professionals only
Politically connected directors	No evidence
Employees	Modest evidence
Busy boards	Negative evidence
Interlocked boards	Evidence for performance, against monitoring

Board Structure attribute	Finding from research
Board size	Evidence for small board in simple companies and larger boards (in complex companies)
Diversity	Mixed evidence
Female Directors	Mixed evidence

Source : D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 160

B. Impact du remplacement du CEO

La décision de remplacer le président d'une entreprise peu performante constitue l'une des décisions les plus importantes que le conseil d'administration peut avoir à prendre et a des conséquences de longue durée sur les décisions d'investissement, de financement et de fonctionnement de l'entreprise ⁽²¹⁾.

Les études montrent effectivement que les investisseurs institutionnels jouent un rôle de monitoring important et notamment qu'ils contribuent à améliorer la performance de l'entreprise en obtenant la démission du président lorsque ces entreprises appartiennent au programme CalPers ⁽²²⁾ qui constitue un indice de monitoring efficace par les investisseurs institutionnels.

Il s'agit de savoir avec quelle efficacité le conseil d'administration met fin aux fonctions d'un CEO inefficace. Les études montrent que la réaction du conseil d'administration aux mauvaises performances de son CEO et son remplacement sont influencés par le niveau de la *corporate governance*.

Les résultats des recherches montrent que la plupart du temps, les CEO ayant de mauvaises performances sont en majorité remplacés après quatre trimestres de mauvaises performances (D. Jenter et K. Lewellen ⁽²³⁾).

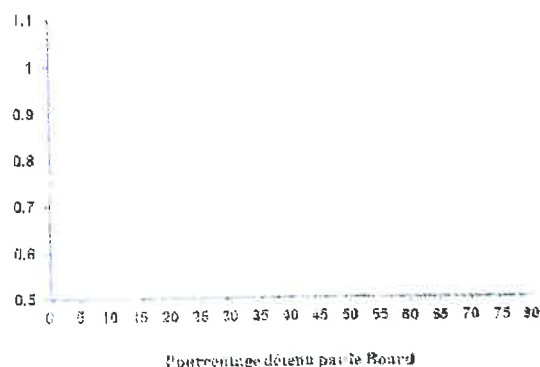
Par ailleurs, le marché réagit positivement à une annonce de remplacement suite à des mauvaises performances.

C. Concernant la participation au capital des managers et la structure de propriété

Des études menées aux États-Unis montrent qu'en moyenne, sur un échantillon des 4000 plus grandes entreprises, le CEO détient un capital dans l'entreprise d'environ 4,6 M\$ composé d'un mix actions et stock-options.

Une étude historique, de R. Morck et al. (1988) ⁽²⁴⁾, sur la relation entre la participation des dirigeants et la performance des entreprises avait montré une relation non univoque :

Q de Tobin



- pour des petites participations, inférieures à 5 %, la relation est croissante ;
- pour des participations intermédiaires comprises entre 5 et 25 %, la relation est décroissante ;
- pour des participations supérieures à 25 %, elle redevient croissante.

L'interprétation de ces résultats est la suivante : pour les petits niveaux de participations, le fait de détenir des actions est une incitation à améliorer les performances alors que pour les niveaux intermédiaires, les managers privilégient leurs avantages en termes de bénéfices privés au détriment des actionnaires externes, tandis que pour les niveaux élevés, ils renoncent à leurs bénéfices privés car ils en supportent personnellement une part importante du coût.

Des études plus récentes, comme celle d'A. Elstila et al. (2010) ⁽²⁵⁾, mettent en évidence un lien positif dès lors que l'on mesure la participation des managers en fonction non pas de leur part dans la société mais en fonction de la part de leur patrimoine investi dans l'entreprise ; de ce fait des managers qui ont investi une part importante de leur patrimoine dans l'entreprise sont plus incités à rechercher des bonnes performances.

D. Pouvoir disciplinaire du marché du contrôle

Le marché du contrôle exerce un pouvoir disciplinaire, en dernier recours, sur les équipes dirigeantes car dès qu'un niveau relativement inférieur au potentiel, des performances de l'entreprise, est perçu par le marché et par des firmes candidates à la prise de contrôle, il va entraîner des sanctions sous la forme d'un remplacement des équipes dirigeantes (sauf si celles-ci ont fait adopter des dispositions permettant de les protéger que ce soit à travers les statuts (*staggered boards*) ou à l'aide de pilules empoisonnées).

(21) Brickley J.A.R., C. Lease et C.-W. Smith, « Ownership Structures And Voting On Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, 1988, n° 20, p. 267 à 291.

(22) Y. Wu, « The Impact Of Public Opinion On board Structure Changes, Director Career Progression and CEO Turnover: Evidence from CalPers corporate governance Program », *Journal of corporate Finance* 2004, n° 10, p. 197 à 227.

(23) D. Jenter et K. Lewellen, « Performance induced CEO turnover », *working paper Stanford University*, fév. 2010.

(24) R. Morck, A. Shleifer, et R.-W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics* 1988, n° 20, p. 293 à 315.

(25) A. Elstila, J.-P. Kallunki, H. Nilsson et P. Sahlin, « CEO Personal Wealth Equity Incentives and Firm Performance » 2012 – www.ssrn.com

L'adoption des pilules empoisonnées et des mesures statutaires de protection anti OPA (staggered boards). Différents auteurs (cf. M. Ryngaert ⁽²⁶⁾) ont montré que leur adoption par des cibles potentielles avait un impact négatif sur le marché. De même, l'adoption de mesures statutaires concernant le non remplacement global du Conseil d'Administration (*staggered board* consistant à regrouper les administrateurs par classe faisant l'objet de réélection à des échéances différentes) a également des effets négatifs sur le marché (cf. L. Arye, Bebchuk et al. (2002) ⁽²⁷⁾).

À l'inverse, l'annonce de mesures supprimant les restrictions sur le mode de remplacement du conseil a un impact positif sur la valeur des actions (Re-Jin Guo et al (2008) ⁽²⁸⁾).

Les mêmes auteurs montrent également que les entreprises disposant de *corporate governance* efficace sont moins disposées à modifier les structures de vote présidant à la désignation du conseil et maintiennent les votes annuels.

Certains actionnaires peuvent préférer une telle structure avec administrateurs répartis par classes car cela apporte une certaine stabilité, indépendamment de son pouvoir d'opposition aux prises de contrôle mais en même temps elle réduit toute forme de pression des actionnaires sur les administrateurs et c'est la raison pour laquelle les investisseurs institutionnels y sont opposés ⁽²⁹⁾.

E. Le rôle des investisseurs institutionnels et des investisseurs activistes ainsi que celui de la démocratie actionnariale

1. Les investisseurs institutionnels

Ils ont également un rôle de discipline dans la gouvernance tout d'abord parce qu'ils représentent un poids très significatif dans l'actionnariat et ensuite parce qu'ils contribuent à uniformiser et professionnaliser les normes de *corporate governance*. C'est pourquoi, il est particulièrement important d'analyser leur impact.

On observe tout d'abord que les blocs de titres d'au moins 5% du capital sont susceptibles de bénéficier de primes lorsqu'ils sont cédés parce que l'acquéreur leur attribue un pouvoir d'influence sur la direction de l'entreprise.

Par contre on n'observe pas de lien entre l'existence de blocs et l'amélioration des performances des entreprises (Clifford G. Holderness ⁽³⁰⁾).

Les investisseurs institutionnels votent en général avec le management. Aux États-Unis et de plus en plus dans le monde des entreprises cotées, ils utilisent les services des *proxy advisory firms* au rang desquels RiskMetrics/ISS et Glass Lewis.

Les recherches empiriques montrent que ces *proxy advisors* ont une influence significative sur les décisions des conseils. Qu'il s'agisse des acquisitions ou plus généralement des rémunérations des dirigeants en fonction de leurs performances.

Une catégorie particulière de fonds, les fonds activistes, généralement des *hedge funds*, ont une influence également très significative sur le marché d'abord parce que celui-ci réagit positivement lors d'un investissement effectué par ces fonds dans une entreprise, ensuite parce qu'ils ont un taux de succès important lorsqu'ils poursuivent un objectif tel que rachat d'actions, remplacement du CEO ou distribution de dividendes même si leur impact sur la performance des entreprises considérées n'est pas avéré (A. Klein et al. (2009) ⁽³¹⁾).

2. La démocratie actionnariale

Celle-ci consiste à donner plus de pouvoirs aux actionnaires sur la gestion de l'entreprise sur différents sujets tels que l'exigence de majorités pour l'élection des administrateurs, l'interdiction donnée aux *brokers* de voter avec le management lorsqu'ils n'ont pas d'instruction de la part des détenteurs de titres sur des sujets spécifiques dont le champ a été élargi aux acquisitions et aux élections des administrateurs.

Des études empiriques conduisent cependant à mettre en doute l'efficacité de la démocratie actionnariale.

La question est essentiellement de savoir si les accords préexistants avant l'adoption de mesures renforçant la démocratie actionnariale favorisent l'extraction de rentes par le management ou au contraire favorisent l'optimisation de la valeur actionnariale du fait de l'équilibre obtenu entre les exigences respectives des actionnaires et du management.

Un moyen de répondre à la question consiste à analyser la réaction des marchés à des décisions favorables à ce type de gouvernance mais qui viennent modifier un équilibre préexistant. C'est ce que font David F. Larcker et al. (2011) ⁽³²⁾.

Ils mettent ainsi en évidence une réaction négative à la mise en place du « *Say on Pay* ». L'idée étant qu'une régulation trop stricte sur les rémunérations des dirigeants risque d'avoir un effet négatif en éloignant ces dirigeants de haute qualité des firmes cotées.

Cette étude révèle également une réaction négative de la mise en place des « *staggered boards* », de la structure duale CEO-chairman et du renforcement des « *proxy access* ».

Les règles de désignation des membres du conseil n'ont pas d'influence très claire (en dehors des « *staggered boards* »).

Les droits de vote détenus par *brokers*, sans indication de votes par les actionnaires constituent un élément sensible : s'ils suivent le management, ils renforcent le rôle du conseil, s'ils s'abstiennent, ils renforcent le poids

(26) M. Ryngaert « The Effect of Poison Pills Securities on Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics* 1988, n° 20, p. 377 à 417.

(27) L. A. Bebchuk, J.-C. Coates et G. Subramanian : « The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Theory, Evidence and Policy », *Stanford Law Review* 2002, n° 54, p. 887 à 951.

(28) R. J. Guo, T. A. Kruse et T. Nohel « Undoing The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards », *Journal of Corporate Finance* 2008, n° 14, p. 274 à 288.

(29) D. Larcker et B. Tayan, *op. cit.*, p. 380.

(30) C.-G. Holderness, « A Survey of Block Holders and Corporate Control », *Economic Policy Review* 2003 - Federal reserve bank of New York, n° 9, p. 371 à 406.

(31) A. Klein et E. Zia, « Entrepreneurial Shareholder Activism : Hedge funds and Other Private Investors », *Journal of Finance* 2009, n° 64, p. 187 à 229.

(32) D.-F. Larcker, G. Ormazabal et D.-J. Taylor, « The Market Reactions to corporate governance Regulation », *Journal of Financial Economics* 2011, n° 101, p. 431 à 448.

respectif des proxys et des investisseurs activistes. Les décisions quant à leur pouvoir font aujourd'hui objet de débats aux États-Unis.

En ce qui concerne l'impact potentiel des « proxy access », il existe une importante controverse. Le mécanisme consiste à donner aux actionnaires le pouvoir de désigner, par leur vote, les membres du conseil d'administration.

Pour les tenants du « proxy access », les actionnaires doivent avoir le droit de désigner leur représentant. Pour les opposants, le conseil est le mieux à même de désigner ses membres et le changement de mode de désignation conduirait à donner aux fonds de pension et aux investisseurs activistes, un pouvoir accru. De plus, cela risquerait d'éloigner des managers de qualité s'ils doivent affronter la concurrence de candidats des actionnaires. L. Bebchuk et S. Hirst (2010)⁽³³⁾ considèrent néanmoins que le processus d'élection doit être bénéfique aux actionnaires.

D'autres études, tout en notant la bonne perception par le marché de ce type de régulation sur le « Say on Pay », mettent en évidence leur caractère inefficace sur la rémunération des dirigeants en incitant les conseils à modifier de manière apparente la structure de rémunération ce qui peut in fine se traduire par une augmentation globale de ces rémunérations⁽³⁴⁾.

En ce qui concerne l'action des proxys, on observe également une réaction négative à leur action dès lors qu'il existe dans l'entreprise un grand nombre de blocs de 1% ou plus car, il existe un risque que les détenteurs de blocs tirent profit à leur unique avantage de ces nouvelles régulations de type Dodd-Frank.

Cela ne veut pas dire que les votes de proxy ou que le « Say on Pay » soient mal perçus mais uniquement que le marché considère que ces dispositions doivent être arrêtées de manière contractuelle.

Cependant, une autre étude récente sur « proxy access » montre que leur mise en place est favorable à l'entreprise et leur entrave défavorable. En effet les décisions réglementaires conduisant à restreindre leur mise en œuvre se traduisent par des rendements anormaux négatifs tout en observant aussi que l'excès d'agressivité peut également décourager certains managers de talent de rejoindre de telles entreprises (Bo Becker et al (February 2013)⁽³⁵⁾).

Une étude analogue (août 2012) a été réalisée en France à la demande de l'Institut CDC pour la Recherche⁽³⁶⁾. Elle s'appuie sur les données du cabinet Proxinvest, société de conseil spécialisée dans la politique de vote des action-

naires. Il en ressort, comme dans les études américaines que l'indépendance des administrateurs induit une performance dégradée mesurée d'un point de vue comptable (rentabilité économique et financière).

Cette relation reflète le défi informationnel que subissent les administrateurs indépendants.

Cependant il n'existe pas de relation avec la valeur à long terme de l'entreprise mesurée avec le Q de Tobin.

De plus, la performance extra financière telle que mesurée par l'agence VIGEO s'améliore avec la présence d'un administrateur indépendant qui apparaît ainsi plus sensible aux questions sociales et environnementales suscitées par l'entreprise que les administrateurs internes.

Par ailleurs, il n'existe pas de mesure de l'impact significatif de la présence de femmes ou d'administrateurs extra nationaux dans les conseils.

CONCLUSION

Il faut distinguer les approches juridique et financière de la *corporate governance*.

Cette contribution se situe dans le cadre de l'approche financière de la *corporate governance*.

Pour cette dernière, la *corporate governance* traite des moyens de réduire les coûts d'agence.

L'analyse des effets de la *corporate governance* doit se faire en prenant en compte les données locales nationales.

De ce fait, des bases de données locales doivent être développées de manière à pouvoir adapter les conclusions aux caractéristiques institutionnelles locales. En particulier ce serait un non-sens de vouloir adapter le système de gouvernance en vigueur au Japon ou en Corée à d'autres pays notamment les États-Unis, la Grèce ou l'Indonésie.

Les conclusions auxquelles est parvenue à ce jour la recherche économique demeurent parcellaires du fait de la complexité des relations systémiques induites par la « *corporate governance* » mais il faut se garder des interprétations hâtives consistant à considérer que la démocratie actionnariale et la transparence totale imposée constituent la pierre philosophale de la performance.

Il faut trouver, en effet, un équilibre entre l'excès de contrôle des actionnaires qui paralyse les processus de décision et leur insuffisance qui accroît les coûts d'agence et l'extraction de rentes par les managers.

(33) L. Bebchuk et S. Hirst, « Private Ordering and The Proxy Access debate », *Business Lawyer* 2010, 65-329-360.

(34) M. Kronlund et S. Sandy, « Does Shareholder Scrutiny Affect Executive Compensation ? Evidence from Say On Pay Voting », SSRN 2358696, mar. 10 2014.

(35) B. Becker, D. Bergstresser et G. Subramanian, « Does shareholder proxy access improve firm value evidence from the business roundtable challenge », *The Journal of Law and Economics*, fév. 2013, p. 127 à 160.

(36) S. Cavaco, E. Challe, P. Crifo et A. Roberieux, « Conseils d'administration et performance des sociétés cotées », août 2012, rapp. pour l'Institut CDC pour la Recherche.

FISCALITE

Revue de DROIT FISCAL

12 JUIN 2014, HEBDOMADAIRE, N° 24 - ISSN 1279-8436

Directeurs scientifiques :

Florence DEBOISSY

Alexandre MAITROT DE LA MOTTE

Jean-Luc PIERRE

Rédacteur en chef :

Thomas JACQUEMONT

372 GÉNÉRALITÉS

L'évaluation d'un cabinet d'avocats

Par Thierry SAINT-BONNET

373 RAPPORT

Rapport public 2014 du Conseil d'État

Également cette semaine

374 **Revenus fonciers** - Déductibilité des intérêts d'un emprunt substitutif d'avances en comptes courants d'associés non rémunérés (CE, 28 mars 2014, concl. É. CRÉPEY, note P.-Y. DI MALTA)

375 **BIC** - Entreprises nouvelles : comment concilier nouveauté et complémentarité ? (CE, 9 avr. 2014, concl. C. LEGRAS, note M. CHADEPAUX)

376 CIR et dépenses externalisées (TA Montreuil, 29 nov. 2013, note D. BOUCHER)

378 **Impôts locaux** - Méthode comparative et appréciation du caractère normal du loyer (CE, 9 avr. 2014, note A. RALKOS)

382 **Procédures fiscales** - Recouvrement de l'impôt sur le revenu : obligation de notifier les actes de la procédure aux redevables solidaires (Cass. com., 25 mars 2014, note R. VABRES)

372 L'évaluation d'un cabinet d'avocats

Thierry SAINT-BONNET,

commissaire aux comptes,
expert près la cour d'appel de Paris et les cours
administratives d'appel de Paris et de Versailles



Dans un arrêt rendu le 20 décembre 2013¹, le Conseil d'État a considéré que la valeur de la clientèle d'une société de fait, créée par deux avocats, et apportée à une société civile professionnelle nouvellement créée, devait être évaluée à 75 % de la moyenne du chiffre d'affaires réalisé au cours des trois derniers exercices précédant la création de la société civile professionnelle. Cette décision offre l'occasion de s'interroger sur l'évaluation financière des cabinets d'avocats et sa spécificité.

1 - En théorie, la doctrine débat toujours sur le principe de la valorisation de la clientèle des cabinets d'avocats. La vision traditionnelle de la profession d'avocat et le caractère *intuitu personae* de la clientèle devraient, pour certains, s'opposer à la notion de patrimonialité de celle-ci. La Cour de cassation a quant à elle relevé, dans un arrêt du 7 novembre 2000², que si la cession d'une clientèle n'était pas illicite, c'est à la condition que soit sauvegardée la liberté de choix du client.

2 - Dans une espèce jugée par le Conseil d'État le 20 décembre 2013³, la Cour administrative d'appel, puis la Haute assemblée ont pris en compte les pratiques et usages de la profession et ont approuvé le raisonnement de l'Administration fiscale.

En tout état de cause, l'argument de l'*intuitu personae* est extrêmement subjectif et difficile à faire admettre lors d'un contentieux fiscal, surtout lorsqu'un des intéressés a procédé ultérieurement à une cession à titre onéreux des parts de ladite société civile professionnelle.

Aussi l'arrêt, conforme à la jurisprudence antérieure du Conseil d'État, permet-il d'apporter quelques précisions sur les modalités d'évaluation d'une clientèle d'un cabinet d'avocats.

3 - Pour évaluer la valeur de la clientèle, le Conseil d'État prend en compte, d'une part, les pratiques et usages de la profession lors de rachats de clientèle d'avocats ressortant d'une étude produite par le requérant et, d'autre part, la circonstance que celui-ci continuait d'exercer son activité dans la société civile professionnelle, pour confirmer la valeur de l'apport de clientèle à 75 % de la moyenne du chiffre d'affaires de la société de fait au cours de ses trois derniers exercices.

4 - L'arrêt ne précise pas que le chiffre d'affaires de référence est retenu hors taxes. Dans son commentaire de l'arrêt, M^e Gaël Le Faou⁴ apporte cette précision de bon sens et on lui en saura gré. En effet, si le chiffre d'affaires d'un cabinet d'avocats demeure traditionnellement un indicateur de valorisation, on perçoit mal ce que peut apporter la TVA facturée à l'évaluation de celui-ci⁵, observation faite que l'Administration avait retenu une valeur égale à 100 % de la moyenne TTC des trois dernières années de l'association. Le contribuable qui avait contesté cette évaluation devant le tribunal administratif de Paris avait obtenu de celui-ci un montant de 100 % de la moyenne annuelle du chiffre d'affaires hors taxes. En appel, la cour avait considéré qu'une juste appréciation correspondait à 75 % de la moyenne du chiffre d'affaires hors taxes des trois dernières années d'activité de l'association. Le Conseil d'État a donc confirmé cet étiage.

1. L'approche traditionnelle

5 - Traditionnellement, la valorisation de la clientèle d'un cabinet d'avocats était plutôt basée sur le profit net constaté car une valorisation basée sur le chiffre d'affaires apparaissait excessive⁶. On évoquait une valeur d'un an de profits nets (avant impôt).

Cette valorisation a été confirmée dans un arrêt de la cour d'appel de Poitiers du 11 janvier 1995 qui avait retenu une année de bénéfice net, calculé à partir de la moyenne des trois dernières années⁶.

1. Cass. 1^{re} civ., 7 nov. 2000, n° 98-17.731, *Woessner c/ Sigrand* : *JurisData* 2000-006729 ; *Bull. civ.* 2000, p. 183 ; *JCP G* 2001, II, 10452, note P. Vialla ; *JCP E* 2001, p. 10, note F. Viala et p. 419, note G. Loiseau ; *JCP N* 2001, p. 1235, note J.-J. Daigre ; *JCP G* 2001, I, 301, p. 432, note J. Rochfeld ; *RTD civ.* 2001, p. 167, note T. Revet ; *D. affaires* 2001, p. 2295, note Y. Serra.

2. CE, 10^e et 9^e ss-sect., 20 déc. 2013, n° 349787, M. Hyest, préc.

3. G. Le Faou, *Transfert de clientèle d'un associé d'association d'avocat vers une SCP : valeur de la clientèle et plus-values* : *Dalloz Avocats*, n° 2, 2014 p. 65 et s.

4. Contrairement à certains secteurs d'activité où il est de tradition de raisonner TTC.

5. A. Attal, *Gaz. Pal.* 24 juill. 1993, doct. p. 931.

6. J.-J. Daigre, *Gaz. Pal.* 13 avr. 1995, jurispr. p. 202.

6 - À partir de données fournies par l'ANAAFA et l'UNASA, M. Patrick Hachon a été l'un des premiers praticiens à donner son avis sur le sujet. Il concluait son article par trois constats⁷ :

- aujourd'hui, la cessibilité d'une clientèle de profession libérale a été reconnue par la Cour de cassation ;
- différentes estimations laissent à penser que de nos jours un cabinet d'avocats peut être valorisé à une année de profits nets, ou à 40 % du chiffre d'affaires, hors taxes, net de débours et rétrocessions ;
- une acquisition passe systématiquement par un audit préalable du cabinet à racheter.

Le rapport du Conseil national des barreaux à l'assemblée générale des 13 et 14 juin 2008 sur la patrimonialité des cabinets d'avocats a repris les conclusions de M. Patrick Huchon en ajoutant « on ne peut par ailleurs que regretter l'absence d'un travail synthétique et scientifique de détermination d'une méthodologie de fixation de la valeur d'une société d'avocats ». Cette affirmation ne nous semble pas pertinente, car il paraît peu judicieux de rechercher un modèle unique amené à s'appliquer à des situations fort disparates.

Le professeur Jean-Pierre Bertrel estimait de son côté, dans un article du 2 septembre 2005⁸, que l'évaluation d'un cabinet d'avocats était un exercice délicat qui, aujourd'hui, ne se fait plus à partir du chiffre d'affaires, mais plutôt, ce qui est financièrement plus logique, à partir du bénéfice. Selon l'auteur, on devait distinguer les cabinets à « dominante judiciaire » évalués *grosso modo* à une annuité de bénéfices, et les cabinets à « dominante juridique », du type anciens conseils juridiques, évalués *grosso modo* à deux annuités de bénéfices. Mais d'autres paramètres étaient à prendre en compte qui pouvaient faire varier sensiblement le résultat auquel permet d'aboutir l'application de ce barème.

Pour sa part, les Cahiers pratiques de la Lettre des juristes d'affaires⁹ citaient un pourcentage d'évaluation des clientèles compris, selon les banques spécialisées dans l'accompagnement des sociétés juridiques, entre 50 et 70 % des recettes pondérées sur trois ans, voire, selon Jurimanagement, d'une année de chiffre d'affaires pour les estimations les plus élevées.

Plus récemment, l'UNASFA¹⁰ a fait le constat suivant :

— si la clientèle cédée est une clientèle constituée principalement de particuliers, et notamment d'une clientèle pénale, le risque de « perte » de clientèle pour le cessionnaire est le plus important. Dans ce cas, le coefficient correcteur évoqué ci-avant sera à la baisse en proportion de la perte prévisible de clientèle (restant à apprécier avec un minimum de 20 %) ;

— si la clientèle cédée est une clientèle essentiellement institutionnelle, il faudra que le cessionnaire fasse en sorte que, ensemble avec son cédant, soit effectuée une démarche personnelle auprès de la clientèle de façon, d'une part, à présenter son successeur, d'autre part, pour celui-ci à s'assurer auprès du client que ce dernier continuera comme par le passé à adresser ses dossiers au cabinet. Il en va de même pour une clientèle d'affaires.

La « base de négociation » est en général soit de deux ans de bénéfice, soit d'un an de chiffre d'affaires (matériel et agencements compris).

À ce chiffre doit être appliqué un coefficient correcteur tenant compte essentiellement du type de clientèle cédée.

2. La doctrine récente

7 - Dans une communication parue dans Legalteam-Juristes et Avocats du 24 janvier 2013, M. Philippe Melot fait référence à un article de M. Chris Johnson qui se penche sur la valeur des cabinets d'avocats, intitulé « *The art of law firm valuation : How much is your firm worth ?* » et publié dans la revue *The American Lawyer* du 1^{er} décembre 2012. Il est intéressant à cette occasion pour l'auteur de rappeler les critères de base de valorisation d'un cabinet d'avocats et de se demander si les critères utilisés par cette revue diffèrent des nôtres¹¹.

Toute entreprise, tout actif est évalué en fonction de ce qu'il produit (chiffre d'affaires) et de ce qu'il rapporte (profit). L'Ordre des avocats recommande, comme rappelé ci-dessus, d'évaluer un cabinet dans une fourchette de 50 à 100 % du chiffre d'affaires pondéré des trois dernières années. Les banques et les cabinets de rapprochement s'intéressent plus au rendement et valorisent l'activité d'une à deux années de profit. Or, l'article de M. Chris Johnson, certes portant uniquement sur les grands cabinets internationaux, valorise les cabinets à cinq/dix années de profits. Il est important de noter que l'auteur normalise l'EBITDA en partant du principe que 50 % de la marge sont consommés en rémunération pour le *daily job* des *partners* et 50 % pour rémunérer l'*equity*. En Angleterre, les deux dernières acquisitions connues ont atteint respectivement quatre années et onze années de profits, et, d'une façon plus générale, les cabinets de conseils se payent cinq à sept années de marge. Les cabinets anglo-saxons sont-ils plus chers que les français¹² ?

En fait, de nombreux autres critères doivent nuancer l'approche purement financière :

— le premier paramètre à prendre en compte est celui de l'activité contentieuse ou de conseil. La rentabilité du contentieux est a priori plus aléatoire que celle du conseil, les prestations étant facturées forfaitairement et non au temps passé. Ceci est à nuancer car la tendance actuelle est aussi à la forfaitisation des interventions en conseil. Et la majorité des cabinets, petits et grands, exercent les deux activités ;

— la seconde distinction concerne la taille du cabinet : plus un cabinet est important, plus il est stable, pérenne et insensible aux départs d'associés ou d'équipes. Parallèlement, les cabinets de grande taille bénéficient d'une marque rassurante car ancienne, pour le client. L'*intuitu personae* qui attache le client à l'avocat est contrebalancé par la signature du cabinet. Les petits cabinets de niche notamment peuvent aussi disposer d'une marque distinctive de spécialistes (social, brevets, technologie de l'information, etc.), mais elle survit moins facilement au départ du fondateur ; certaines structures importantes ont pu disparaître par le passé, ce qui prouve que la taille n'est pas un gage absolu de pérennité ;

— les spécialités et la nature des dossiers : les fusions-acquisitions sont plus rémunératrices que le droit du travail, les contentieux sur les brevets sont plus rentables que ceux sur les baux commerciaux. Dans certaines spécialités, les intérêts sont importants tant en montants qu'en enjeux stratégiques pour l'entreprise, dès lors les honoraires élevés passent avec moins de difficultés. Aussi une étude fine des activités de chaque avocat au sein du cabinet doit-elle être menée ;

— l'implantation géographique : les capitales sont plus rémunératrices que les régions, certains pays plus que d'autres. Entre le bureau de Chicago et celui de Manille d'un cabinet international, le chiffre d'affaires et la rentabilité peuvent aller de 1 à 10. En France, on ap-

7. P. Hachon, *Évaluation d'un cabinet d'avocat : approche méthodologique* : *Avocatempo Magazine* n° 1, juin 2002, p. 16.

8. J.-P. Bertrel, *Comment vendre ou acheter une société d'avocats ou un office ministériel ? Entretien avec un professionnel* : <http://www.village-justice.com>.

9. C. Neveux (Jurimanagement), *Techniques d'évaluation d'un cabinet : la méthode des standards* : *Actualités du droit, Cahiers pratiques de la lettre des juristes d'affaires* — <http://e-magazine.lamy.fr/actualites/detail/27307/techniques-d-evaluation-d-un-cabinet-la-methode-des-standards.html>.

10. Union nationale des associations agréées. *L'évaluation des clientèles*, 2013.

11. Ph. Melot, *Comment valoriser les cabinets d'avocats* : <http://www.legalteam-solutions.fr/juristes-et-avocats/post/2013/01/24/COMMENT-VALORISER-LES-CABINETS-D-AVOCATS>.

12. En réalité, il faudrait moduler les multiples en raison de l'incidence des clauses de non-concurrence prohibée en droit français contre les avocats qui quittent une structure. Les comparaisons doivent donc être nuancées.

plique apparemment une décote de 20 % par rapport à Paris pour les honoraires en régions ;

– la nature de la clientèle : la PME rémunère moins que la grande entreprise et constitue a priori une clientèle moins solvable. Travailler pour l'Administration constitue un gage de sécurité, mais aussi de lenteur des encaissements et peut donc être source de difficultés de trésorerie en raison du besoin en fonds de roulement à financer.

Pour M. Melot, la meilleure méthode de valorisation d'un cabinet d'avocats consiste donc à réaliser une étude détaillée des standards rappelés ci-dessus. Mais, dans le cadre d'une acquisition, le coefficient d'importance attribué à chacun de ces paramètres varie évidemment en fonction des besoins de l'acheteur et de ses propres caractéristiques. Les synergies et complémentarités sont finalement ce qui fait la valeur de l'un pour l'autre. Faut-il rappeler que le verdict final, c'est le prix qu'un acheteur accepte de payer ?

8 - Les problématiques d'évaluation étant d'actualité, la revue Dalloz Avocats a consacré un dossier spécial sur le sujet¹³. Plusieurs articles méritent d'être cités.

M^{me} Anaïs Coignac fait référence à l'observation de M^e Hervé Chemouli qui confirme que c'est le droit de présentation qui fait la valorisation du cabinet et qu'il y a autant de valorisations qu'il peut y avoir de typologies de clientèle. Selon lui, le marché des cabinets est très fortement éclaté. Il évoque plusieurs segmentations, notamment une géographique (Paris/province) et une seconde qualitative selon la récurrence ou non de leur clientèle, celle-ci étant parfois volatile, ponctuelle, non abonnée, ou liée à la personnalité de l'avocat ou à sa notoriété. Par ailleurs, il est possible qu'un client profite de l'opération de cession pour changer d'avocat.

Pour M^e Chemouli, dans le cas des cabinets d'affaires avec une clientèle récurrente, le taux de valorisation peut monter jusqu'à 100 % du chiffre d'affaires de l'année en valorisation (cela correspond à la moyenne de valorisation des cabinets d'experts comptables). Pour les cabinets d'affaires avec une clientèle non récurrente, l'évaluation tourne à 50 % du chiffre d'affaires.

Il est possible d'ajouter une troisième segmentation liée au secteur d'activité car certains sont plus rémunérateurs que d'autres : un cabinet de droit des affaires ou de niche peut valoir plus cher qu'un cabinet généraliste ou de droit pénal où la clientèle sera davantage liée à l'*intuitu personae*. La relative « dépersonnalisation » de l'activité va en favoriser la valorisation : tel est le cas d'un portefeuille de sociétés dont le cabinet assure les prestations de secrétariat juridique. C'est aussi le cas de certaines activités contentieuses qui combinent à la fois récurrence, volume et plus faible valeur ajoutée comme le contentieux de recouvrement.

Par ailleurs, certains facteurs exogènes de l'activité du cabinet sont de nature à améliorer le prix de vente. Ce sera le cas si le loyer du cabinet est à un coût intéressant, si l'informatique est ultramoderne ou si la documentation du cabinet est importante (bien que la richesse des abonnements internet réduise désormais l'intérêt de ce facteur).

Tout cela explique qu'en pratique aujourd'hui, l'accompagnement de l'acquéreur apparaisse comme une condition essentielle à la vente et au prix demandé. Cela peut se traduire par l'intégration avant l'achat de l'acquéreur en tant qu'associé ou collaborateur, par le maintien du cédant dans la structure après la vente ou par le suivi de la clientèle et de l'activité du cabinet par le cédant à moyen terme.

Comme pour toute entreprise, le prix doit tenir compte non seulement du passé, mais également d'une projection sur l'avenir. Cela peut même être stipulé dans le contrat de cession sous la forme d'une clause d'*earn out*.

3. L'approche financière

9 - Après avoir examiné les méthodes classiques d'évaluation des cabinets, il convient d'exposer les méthodes financières¹⁴ applicables à toutes entreprises, mais en intégrant les adaptations nécessaires à la profession d'avocat.

10 - Le premier instrument de valorisation du cabinet réside dans ses bénéfices (et non dans son chiffre d'affaires).

La difficulté d'appréciation des bénéfices du cabinet résulte principalement des modalités de rémunération des associés. Il convient de distinguer une juste rémunération du travail et du capital investi. Il est donc nécessaire d'examiner les résultats avant et après rétribution des associés et de tenir compte des arbitrages sociaux et fiscaux choisis par les dirigeants.

Dans cette approche, l'évaluateur devra, avec le concours des intéressés, déterminer pour chacun des associés un « salaire » correspondant au travail technique et à la gestion courante des dossiers. Le complément aura la caractéristique d'une « surrémunération » allouée aux associés.

Il est également nécessaire de procéder à des ajustements et retraitements des comptes afin de déterminer un profit économique. On songe ici aux produits accessoires ou financiers, à l'éventuelle propriété des locaux, aux produits ou charges exceptionnels, aux bénéfices « privés » tenant au statut de dirigeant, etc. La liste des retraitements doit être propre à chaque situation examinée.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation, on passera sur l'approche patrimoniale, puisque la seule réelle difficulté consiste alors à déterminer la valeur des incorporels, ce qu'on recherche par ailleurs.

En revanche, les approches dynamiques par la rentabilité et le rendement (y compris la méthode des flux futurs de trésorerie ou DCF) peuvent être privilégiées.

11 - La valeur de rentabilité découle de l'application d'un multiple à un résultat normatif.

Le Conseil supérieur de l'ordre des experts comptables, en partenariat avec la Compagnie des experts et conseils financiers, a proposé il y a quelques années une méthode de *scoring*. Il s'agit de déterminer par une approche empirique le multiple à appliquer qui est généralement de 3 à 7. Quant au résultat de référence, il correspond au bénéfice courant retraité, après déduction d'un impôt sur les sociétés « théorique ».

Le multiple s'apparente, pour les entreprises cotées, au ratio cours sur bénéfices (*price earning ratio* ou PER).

La grille qualitative proposée comprend dix critères :

- la production (réactivité, performance, équipement, etc.) ;
- les services (offre, spécialisation, etc.) ;
- le portefeuille clients (nature, palmarès, etc.) ;
- les honoraires (facturation, temps passé, etc.) ;
- les délais de paiement des clients ;
- les fournisseurs ;
- les collaborateurs (*turn over*, qualification, etc.) ;
- le personnel salarié ;
- la formation des collaborateurs ;
- les procédures du cabinet (organisation, certification, contrôle interne, etc.).

La cotation 3 correspond à une appréciation faible. En revanche, le coefficient 7 correspond à une très bonne opinion de l'auditeur.

Cette analyse, quelque peu productiviste, peut être affinée. En pratique, il convient de se poser un certain nombre de questions complémentaires :

- quid du *leadership* ?
- des stars ?

13. Collectif d'auteurs, Acheter (ou vendre) un cabinet d'avocats : Dalloz Avocats, n° 8-9, 2013 (<http://www.dalloz-actualite.fr/revue-de-presse/acheter-ou-vendre-un-cabinet-d-avocats-20130913#.U4L9vyhkyik>).

14. D. Jensen, Cabinet d'avocats : Création et stratégie, organisation et gestion : Dalloz Référence, 2013, chap. 362 « Cession du cabinet d'avocats ».

- des compétences exceptionnelles et du *track record* ?
- de la renommée ?
- de l'implantation géographique ?
- des liens avec un réseau international, etc. ?

Cette méthode empirique est assez simple à appliquer lorsqu'on s'est entendu sur le traitement qu'il convient de réserver aux rémunérations des associés. Il s'agit en définitive d'une méthode de recoupement permettant une confirmation de la valeur déterminée par d'autres démarches.

12 - L'approche par le rendement permet de valoriser le cabinet à partir des résultats distribués en capitalisant les dividendes à partir d'un taux représentatif de l'attente des actionnaires et du risque encouru.

Cette méthode, applicable aux seules sociétés soumises à l'IS, suppose une définition précise de la composition de la rémunération des associés avec un arbitrage entre la rémunération du travail et celle du capital.

De surcroît, l'assujettissement à charges sociales de la part des dividendes de certaines sociétés supérieure à 10 % des capitaux investis relativise la fiabilité de ce critère qui pouvait être motivé par des raisons d'optimisation fiscale.

13 - L'approche comparative peut également être mise en œuvre. Elle est privilégiée par l'administration fiscale, mais elle n'est adaptée qu'aux transactions réellement comparables. Elles concernent les transactions antérieures réalisées au sein du cabinet. Si une cession de parts est intervenue entre associés ou avec un tiers, celle-ci peut servir de référence ultérieure si elle est relativement récente et porte sur une quotité de droits sociaux similaire.

14 - L'évaluation du cabinet par les flux futurs de trésorerie (*Discounted Cash Flow*) ressort d'une approche financière qui est basée sur le principe selon lequel la valeur d'un actif correspond à ce qu'il doit rapporter. La méthode des DCF consiste à calculer la valeur actuelle nette des flux de trésorerie attendus d'une activité.

Dans le cadre d'une transaction, le montant ainsi déterminé correspond au prix qu'un acquéreur devrait accepter de payer pour un investissement donné, puisque cet investissement lui permettra de couvrir le coût des capitaux (dette et fonds propres), qu'il engage. Un des principaux attraits de cette méthode est de mettre en lumière l'ensemble des hypothèses sous-jacentes à une valorisation (croissance, rentabilité, investissements, besoin en fonds de roulement, etc.), et ce sur une période correspondant à un horizon explicite puis une projection à l'infini (avec les réserves qui s'imposent en matière de projection « à l'infini » des résultats de toute entité économique).

L'évaluation des flux de trésorerie porte en général sur des projections à trois ou cinq ans. Il s'agit d'établir un plan sur des hypothèses de croissance pertinentes réalistes et cohérentes.

Pour établir ces prévisions, il faudra tenir compte de la croissance du chiffre d'affaires sur la période de référence, du maintien ou de la croissance de la marge, de la variation du besoin en fonds de roulement en fonction de la croissance anticipée, les investissements, les retraitements éventuels.

Si le cabinet est en période de maturité, on peut simplifier la méthode en substituant à l'actualisation des *cash flows* la capitalisation de ceux-ci. Cela suppose la récurrence des résultats et le maintien des investissements et des besoins en fonds de roulement à un même niveau, mais permet de mieux appréhender les situations transitoires notamment de croissance et de décroissance.

La méthode intègre ensuite le coût des fonds propres (ou du capital si la structure est endettée) pour aboutir à une valeur d'entreprise (VE). La valeur des fonds propres (ou valeur des titres) étant ensuite ajustée en fonction de l'endettement net de l'entité.

La difficulté majeure de la méthode est de déterminer le taux d'actualisation (ou de capitalisation) des *cash flows* permettant une valorisation des fonds propres.

À cet effet, il y a lieu de cerner au plus près l'activité du cabinet en retraçant l'excédent brut d'exploitation (EBE) de l'incidence des rémunérations versées aux associés (question récurrente à toutes les méthodes de valorisation des cabinets) et surtout de définir le taux d'actualisation approprié. Pour ce faire, il convient ensuite de capitaliser le résultat normatif à un taux prenant en compte le risque de l'investissement et cumulant :

- un taux sans risque (par exemple OAT, obligations assimilables du Trésor, dix ans), de l'ordre de 2,5 % actuellement ;
- une prime de risque du marché actions (taux historique, taux moyen, taux spot, etc.), qui peut être estimé à 5/7 % à l'heure actuelle ;
- une première prime de risque spécifique liée au secteur d'activité et une seconde propre au cabinet dont le montant global se situe dans une fourchette de 3 à 15 %.

On voit ainsi que le taux risqué peut quasiment atteindre 10 % à 25 %.

4. Le marché et les transactions

15 - Après ces rappels méthodologiques, il est nécessaire de se pencher sur la faisabilité financière de l'opération (méthode du banquier) et observer la pratique constatée par les organismes de financement (ce qui permettra une approche par comparaison externe des cessions-acquisitions des cabinets d'avocats).

La méthode du banquier a été résumée par François Mayrand, président d'Interfimo, qui écrivait dans IFEC Magazine n° 7 de mai 1996 : « Interfimo est convaincu que le seul juste prix d'un cabinet, dans toute profession libérale, est celui qui permet à l'acquéreur de rembourser ses emprunts et payer ses impôts, tout en conservant un revenu équivalent à celui auquel il pourrait prétendre en étant salarié ». Si cette observation est pertinente, il s'agit toutefois d'une logique d'acheteur et non d'une réelle évaluation.

Le calcul intègre tout d'abord la charge de remboursement d'un emprunt qui couvre la totalité de la valeur du cabinet. En effet, que l'acquéreur finance tout ou partie de son investissement par recours à l'emprunt, les capitaux propres méritent une rémunération au même titre que les fonds empruntés.

Le calcul comprend intègre également l'incidence fiscale de la non-déductibilité des remboursements en capital. Ceux-ci sont donc imposés et il y a lieu d'en tirer les conséquences au niveau de la trésorerie disponible.

Enfin, le calcul inclut intègre les investissements nécessaires, l'incidence de la variation du besoin en fonds de roulement, ainsi que la rémunération du travail de l'acquéreur par référence avec le salaire d'un collaborateur disposant du même diplôme et de la même expérience professionnelle.

16 - Certains auteurs font état d'une certaine rareté des opérations de cession de cabinets¹⁵. Ce désintérêt serait dû à la spécialisation des avocats, à l'intégration de collaborateurs devenant associés, de la crainte de certains de s'engager financièrement, mais aussi à certaines mesures législatives. À cet égard, l'article 29 de la loi du 22 mars 2012 pour les SEL et l'article 30 de la loi du 28 mars 2011 prévoient qu'« à l'unanimité des associés, les statuts peuvent exclure la valeur représentative de la clientèle civile de la valorisation des parts sociales ». C'est-à-dire que si les associés choisissent cette option, la structure en elle-même et sa clientèle n'auront plus de valeur patrimoniale, les parts de chacun resteront donc équivalentes à l'acquisition comme à la vente, lorsque l'un ou l'autre voudra quitter le cabinet. Un phénomène qui pourrait lui aussi écarter l'intérêt des avocats pour la cession de clientèle.

17 - Le marché des transactions de cabinets d'avocats demeure suffisamment actif pour qu'Interfimo ait consacré une étude en mars

15. Collectif d'auteurs, *Acheter (ou vendre) un cabinet d'avocats*, préc.

2011 sur les 100 dernières transactions étudiées (et financées) par cet organisme, aujourd'hui filiale du groupe LCL, mais comprenant dans ses actionnaires l'ACE, la CNA, la CARPA de Paris et la FNUJA¹⁶.

Interfimo constate que cette approche comparative ou analogique a ses limites car la profession d'avocat est particulièrement hétérogène et les circonstances conduisant à valoriser l'incorporel sont diverses : regroupements, croissances externes, intégrations de collaborateurs, cessions entre associés, etc. Il est donc souhaitable de la compléter, cas par cas, d'une approche intrinsèque fondée sur des critères économiques et financiers.

Interfimo relève que la typologie des transactions est la suivante :

- croissance externe de l'acquéreur = 18 % ;
- installation de l'acquéreur = 12 % ;
- regroupement de cabinets = 8 % ;
- vente entre associés = 18 % ;
- association d'un collaborateur = 23 % ;
- association d'un tiers = 4 % ;
- OBO *Owner Buy Out* (vente à soi-même) = 17 %.

Les opérations de croissance externe sont peu nombreuses en comparaison d'autres professions libérales : moins d'une transaction sur cinq. Elles sont réalisées dans 95 % des cas, par des acquéreurs dont le chiffre d'affaires est inférieur à un million d'euros, qui saisissent l'opportunité du rachat d'un cabinet de taille modeste dont le titulaire part en retraite en général.

41 % des cédants sont en phase de départ en retraite (34 % en retraite immédiate, 7 % en départ progressif).

39 % des acquéreurs sont en phase d'installation (33 % en première installation, 6 % en réinstallation).

Sept fois sur dix, ces installations concernent des acquéreurs qui s'associent dans le cabinet qui les employait comme collaborateur libéral.

Le prix de cession moyen, France entière, s'établit à 55 % du chiffre d'affaires hors taxes. 60 % des transactions s'inscrivent dans une fourchette de 33 à 74 %, sans qu'il soit noté d'écarts significatifs entre Paris et la province.

Les prix de cession selon la typologie des transactions varient entre 45,8 % et 61,7 % du chiffre d'affaires :

- croissance externe de l'acquéreur = 49,6 % ;
- installation de l'acquéreur = 45,8 % ;
- regroupement de cabinets = 57,1 % ;
- vente entre associés = 53,5 % ;
- association d'un collaborateur = 60,1 % ;
- association d'un tiers = 61,2 % ;
- OBO (*Owner Buy Out*) = 61,7 %.

On constate que les taux les plus élevés concernent les cas où l'accompagnement du cessionnaire par le cédant est assuré.

Les prix de cession progressent avec le niveau de chiffre d'affaires pour atteindre près de 75 % pour les transactions portant sur des cabinets réalisant plus de 2 M € de chiffre d'affaires.

Les clientèles d'entreprises ou d'institutionnels et les clientèles mixtes sont valorisées à des coefficients légèrement supérieurs en raison du caractère récurrent des missions.

Les spécialités les mieux valorisées concernent la propriété industrielle et intellectuelle, le droit public, le droit immobilier, le droit fiscal et le droit des sociétés.

Les prix de cession sont naturellement également fonction de la rentabilité des cabinets.

Le prix de vente des cabinets d'avocats s'établit en moyenne à 1,2 fois l'EBE retraits (avant rémunérations et cotisations sociales des titulaires). Plus de la moitié des transactions (60 %) se situent entre 0,7 et 1,7 fois l'EBE retraits.

L'étude souligne que les cabinets qui sont les mieux valorisés au regard du chiffre d'affaires bénéficient souvent d'une rentabilité supérieure à la moyenne.

Conclusion

18 - Après ce tour d'horizon, on peut constater que le Conseil d'État, dans son arrêt du 20 décembre 2013, a fait, semble-t-il, une application assez pertinente de l'approche traditionnelle de l'évaluation des clientèles d'avocats.

En l'occurrence, le taux de 75 % du chiffre d'affaires a été retenu pour valoriser la clientèle du cabinet.

Ce taux se justifie probablement par une hypothèse d'intégration d'associés, et non une cession de clientèle, qui apporte une garantie supplémentaire sur la pérennité des dossiers. De surcroît, on peut supposer que le cabinet dégageait une rentabilité de bon niveau.

Or, dans toute évaluation d'une entité économique, c'est son rendement futur qui fait sa valeur. Les cabinets d'avocats n'échappent pas à cette règle et ne peuvent revendiquer une démarche propre d'évaluation. En revanche, leur spécificité doit être intégrée dans les travaux de l'évaluateur.

Il serait donc souhaitable que les tribunaux prennent en compte une démarche dynamique (approche financière, basée sur une prévision des résultats futurs) et non plus seulement statique (approche comptable, basée sur les résultats antérieurs). L'utilisation des résultats antérieurs comme référence exclusive revient en effet à postuler que l'avenir sera forcément au moins à la hauteur du passé, ce qui peut paraître excessivement subjectif.

MOTS-CLÉS : Évaluation des biens - Cabinets d'avocats - Étude générale

16. Étude disponible sur le site www.interfimo.fr

PREJUDICES ECONOMIQUES



LegalTag

Perte de chance

437

Le droit de la consommation investit le champ des placements financiers



MAURICE NUSSENBAUM,
professeur à l'université Paris
Dauphine, expert financier agréé
par la Cour de cassation, expert du
Club des juristes

L'affaire *Doubl'Ô Monde* illustre l'extension aux placements financiers des protections dérivées du droit de la consommation sur les pratiques commerciales trompeuses. Dans un jugement du 13 décembre 2012 (*JurisData* n° 2012-036132) suivi d'un arrêt de la cour d'appel de Lyon du 18 septembre 2013 (*CA Lyon*, 7^e ch., n° 13/00651 ; *JurisData* n° 2013-033648) la Caisse d'épargne et de prévoyance Loire Drome Ardèche (CELDA) s'est vue sanctionnée pour avoir diffusé une brochure publicitaire portant sur un fond à formule FCP *Doubl'Ô Monde*. Cette brochure précise qu'il s'agit d'un produit à haute performance destiné à « doubler son capital en toute sérénité ». Aucune notice d'information ne mentionnait de façon explicite le caractère aléatoire de cette perspective, ont souligné les juges. Selon le jugement du 13 décembre 2012, le caractère trompeur du document publicitaire résulte du fait que ledit fonds était présenté comme permettant de doubler le capital investi « en toute sérénité » même s'il comprenait une astérisque renvoyant à la phrase « sous réserve des conditions indiquées dans la notice COB disponible » imprimée sur la tranche droite du document avec un caractère d'imprimerie d'à peine un millimètre de hauteur. Le jugement relève ainsi que « le doublement n'était qu'une simple possibilité mais pas une certitude comme pouvait l'être le reversement du capital investi ». Les expertises ont en effet conclu que la probabilité de doublement du capital était « en pratique d'une chance sur deux ». Le document publicitaire a donc été jugé intentionnellement trompeur, même si le doublement du capital avec garantie du capital est économiquement impossible et que l'astérisque était là pour exprimer cette contrainte. Le tribunal a considéré que « le dommage réside dans la perte d'une chance de recevoir pendant la période de 6 années

consécutives un intérêt même faible mais au moins égal à celui qu'elles auraient perçu si elles avaient placé ou laissé le capital investi sur un placement dépourvu de risque. À cet effet, le tribunal retiendra le taux du Livret A comme référence pour effectuer ce calcul ».

La cour d'appel reprend la qualification de perte de chance de s'orienter vers un autre placement mais souligne que les parties civiles avaient la possibilité de s'orienter vers des placements plus rémunérateurs qu'un Livret A d'épargne, s'agissant de sommes immobilisées pendant 6 ans. La perte d'une chance sera donc évaluée par rapport à ces placements plus rémunérateurs par substitution aux sommes arbitrées par le tribunal. La cour a ainsi ajouté une somme forfaitaire de 700 € par demandeur à celles calculées par le tribunal par référence aux performances du Livret A. Et la CELDA fera l'objet d'une amende accrue par rapport à celle décidée par le tribunal.

Cette décision soulève trois observations. Tout d'abord, si la cour évoque des placements plus rémunérateurs, elle ne les définit pas et ajoute au calcul du tribunal une somme forfaitaire indépendamment des situations effectives de chacun des demandeurs, ce qui est discutable.

En second lieu, la probabilité de la chance perdue n'est pas évoquée, alors qu'elle est intrinsèque à la définition de la perte de chance. On comprend pourquoi car, sauf à définir une probabilité proche de 100 %, elle aurait conduit à réduire sensiblement les dommages sans compter que l'alternative des demandeurs aurait pu être de ne rien faire.

Il aurait été possible d'aller au bout du raisonnement et annuler l'investissement en appliquant le taux légal, ce qu'a fait le tribunal, mais sans pour autant justifier l'annulation par la perte de chance, ou bien aller au bout du raisonnement et appliquer le doublement du capital si le juge considérait que celui-ci avait effectivement été promis.

Enfin, Le tribunal comme la cour ne prennent pas en compte le caractère irréaliste d'une promesse de doubler le capital souligné par l'astérisque. Ils considèrent que l'épargnant, comme le consommateur, doit être protégé du risque d'une interprétation littérale qui serait trompeuse, même si celle-ci est totalement irréaliste pour un consommateur (un épargnant) moyennement informé. ■

L'ÉVALUATION DES DOMMAGES CONCURRENTIELS

L'estimation des préjudices dans les actions en dommages et intérêts en matière de pratiques anticoncurrentielles à la lumière du guide pratique de 2013 et de la proposition de directive du 17 avril 2014

par Maurice Nussenbaum

Président SORGEM Évaluation, Expert Judiciaire agréé par la Cour de cassation, Professeur à l'Université Paris Dauphine

■ Introduction : une proposition de directive pour permettre la réparation des préjudices résultant de pratiques anticoncurrentielles

Le cadre défini par la proposition de directive

La Commission européenne et sa Direction générale Concurrence se préoccupent depuis plusieurs années de la quantification des préjudices consécutifs aux infractions anticoncurrentielles en vue de parvenir à une indemnisation efficace des victimes.

La proposition de directive du 17 avril 2014 adoptée par le Parlement européen le 17 avril 2014 (ci-après Proposition) a été précédée par le Livre vert de la Commission européenne en décembre 2005, puis par un Livre blanc en 2008 proposant des mesures concrètes qui ont fait l'objet d'une consultation publique en 2011 et 2012, laquelle a notamment abouti à un document d'orientation portant sur la quantification du préjudice relatif à des infractions au droit de la concurrence. La Proposition s'accompagne au niveau français par la loi Hamon du 17 mars 2014 instaurant l'action de groupe à la française.

L'ensemble de ces dispositions et réflexions ont pour but de favoriser les actions des consommateurs et des entreprises victimes de pratiques anticoncurrentielles et de renforcer l'effectivité des réparations (actions privées). En effet, pour la Commission, « les actions en dommages et intérêts contribuent à renforcer le caractère opérationnel des règles de concurrence de l'UE et sont susceptibles de contribuer substantiellement au

maintien d'une concurrence effective dans l'UE ».

La Proposition consacre la notion de faute civile applicable aux infractions au droit de la concurrence ce qui crée une présomption simple d'existence de préjudice et définit la compétence territoriale des juridictions nationales spécialisées pour les litiges sans dimension internationale. Elle réaffirme le droit à réparation qui consiste « à placer la partie lésée dans la situation où elle se serait trouvée si l'infraction ne s'était pas produite. Le droit à réparation porte donc non seulement sur la perte subie (*damnum emergens*) mais également sur le manque à gagner (*lucrum cessans*) et inclut le paiement d'intérêts ». Afin de permettre le développement des actions privées, la Proposition énonce des propositions procédurales dont, en particulier, la suspension ou l'interruption des délais de prescription des actions civiles en réparation lorsqu'une instruction d'une autorité de la concurrence (ci-après AC) est engagée, mais en même temps précise les conditions d'accès aux documents présentés et/ou élaborés par les AC, notamment en raison de la nécessité affirmée de favoriser les programmes de clémence.

La Proposition est accompagnée d'un « guide pratique des services de la Commission concernant la quantification du préjudice dans les actions en dommages et intérêts fondées sur des infractions à l'article 101 ou 102 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne » daté de 2013 (ci-après « Le Guide ») qui reprend une grande partie des méthodes présentées dans le document de 2011 tout en leur donnant un autre éclairage procédural.

L'ensemble de ces travaux consacre à la fois le caractère complémentaire de l'application dans la sphère privée (*private enforcement*) du droit communautaire de la concurrence en vue d'assurer un effet réparateur et le rôle des juridictions nationales en vue d'assurer cette fonction de réparation privée.

Rappelons que ce préjudice privé est totalement distinct du concept de dommage à l'économie auquel se réfère l'AC française.

Les critères d'effectivité et d'équivalence

Comme le rappelle Le Guide, cette exigence de réparation privée mise en œuvre par les juridictions nationales doit répondre à des critères qui ont été définis par deux décisions importantes : *Courage et Crehan* et *Manfredi* : les principes d'effectivité et d'équivalence. Pour le premier (effectivité), les règles de procédure mises en œuvre par les autorités judiciaires nationales ne doivent pas rendre difficile ou impossible, dans la pratique, l'exercice des droits conférés par l'ordre juridique communautaire et pour le second (équivalence), ces règles ne doivent pas être moins favorables que celles qui régissent « les actions en réparation pour violation de droits similaires conférées par l'ordre juridique interne ». Il convient donc de souligner que ces règles, et surtout celle de l'équivalence, ont pour objet de conduire à un rapprochement des pratiques des juridictions nationales avec le droit communautaire qui constitue un des objectifs essentiels de la Proposition.

1. TFUE, art. 101 et 102.

2. Com (2005) 0672 final du 19 déc. 2005.

3. Com (2008) 165 final du 2 avr. 2008.

4. http://ec.europa.eu/competition/consultations/2011_actions_damages/draft_guidance_paper_fr.pdf.

5. L n° 2014-344 du 17 mars 2014, art. 1^{er}; c. consom., art. L. 423-17 s. nouv.

6. Proposition de directive 2014, § 3.1 p. 10.

7. http://ec.europa.eu/competition/antitrust/actionsdamages/quantification_guide_fr.pdf.

8. CJCE 20 sept. 2001, n° C-453/99, *Courage et Crehan*, RTD com. 2002. 398, obs. S. Poillot-Peruzzetto ; RTD eur. 2002. 103, chron. L. Idot.

9. CJCE 13 juill. 2006, n° C-295/04 à C-298-04, *Manfredi*, RTD eur. 2008. 313, chron. J.-B. Blaise et L. Idot.

Nous allons en illustrer les implications en termes de quantification des préjudices en présentant les principes méthodologiques exposés dans Le Guide.

■ Le guide pratique concernant la quantification du préjudice

L'analyse contrefactuelle

Le Guide rappelle tout d'abord l'objectif général de la quantification du préjudice dans les affaires de concurrence : remettre la partie lésée dans la situation où elle se serait trouvée si l'infraction n'avait

pas été commise¹. C'est ce qu'on appelle l'analyse contrefactuelle (*but for analysis*).

Il s'agit de définir « ce qui se serait vraisemblablement produit si l'infraction n'avait pas été commise » (§ 12 du Guide). Or, comme cette situation hypothétique « ne peut pas être observée directement, il est nécessaire de procéder à des estimations pour construire un scénario de référence avec lequel la situation

réelle pourra être comparée. On appelle ce scénario de référence le scénario sans infraction ou scénario contrefactuel » (*ibid.*). On se trouve donc loin de l'exigence de certitude, propre au droit civil puisqu'il est impossible de savoir avec certitude comment un marché aurait évolué de manière certaine en l'absence de l'infraction

car les prix et les volumes de ventes (§ 16) dépendent de facteurs et d'interactions complexes qui ne sont pas faciles à évaluer. On devra donc recourir, pour construire le scénario contrefactuel, à des hypothèses ce qui nous éloigne de l'approche classique du droit de la responsabilité civile. Le Guide, s'appuyant sur la proposition de directive, va délibérément poser, dans un souci d'efficacité, la règle selon laquelle les autorités judiciaires devront veiller à ne pas exiger des preuves impossibles à fournir et permettre aux demandeurs d'avoir un accès minimal aux éléments de preuve dont ils ont besoin pour démontrer le bien-fondé de leur demande². Ce caractère hypothétique conduit à rendre au juge une marge d'appréciation importante afin de ne pas limiter le calcul du préjudice à un simple calcul mathématique mais plutôt, comme le souligne la Cour de justice, comme le résultat d'une opération d'évaluation et d'appréciation de données économiques complexes³.

C'est ainsi que Le Guide souligne que la quantification du préjudice est soumise à d'importantes limites quant au degré de certitude et de précision que l'on peut en attendre. Il rajoute, de plus, que les juridictions nationales devront tenir compte de ces limites inhérentes à la quantification du préjudice pour les infractions liées aux pratiques anticoncurrentielles et adapter leurs règles de droit à cette situation si elles veulent pouvoir satisfaire au principe d'effectivité du droit de l'UE.

Le Guide est ainsi consacré à l'exposé des méthodes et techniques afin d'établir le scénario de référence et sa comparaison avec la situation réelle. Il s'y ajoute également des développements sur le calcul des intérêts pour tenir compte des effets du temps et de la perte de chance résultant de l'indisponibilité du capital.

Se concentrant sur les infractions relatives aux articles 101 et 102 TFUE, Le Guide distingue les infractions ayant entraîné des hausses de prix et des surcoûts et celles ayant entraîné des pratiques d'exclusion du fait d'abus de position dominante telles que compressions de marge, prix prédateurs ou ventes liées ou accords d'exclusivité.

La construction du scénario contrefactuel

Le Guide distingue les méthodes comparatives, les modèles de simulation et les modèles fondés sur les coûts et les méthodes financières

Les méthodes comparatives

Comme il s'agit de savoir ce qui se serait passé en l'absence d'infraction, on pourra s'intéresser aux périodes qui ont précédé ou suivi ou bien à d'autres marchés non concernés par l'infraction (soit au plan géographique soit sur des produits différents).

Concernant les comparaisons avant-après, la principale difficulté provient du fait que ces derniers peuvent faire apparaître des écarts qui ne sont pas imputables exclusivement à l'infraction, ce qui pose le problème du lien direct. En particulier, pour ce qui concerne la période d'après, des effets d'apprentissage peuvent, dans des structures de marchés oligopolistiques, permettre aux entreprises de coordonner leurs comportements sans enfreindre l'article 101 TFUE. Les méthodes d'analyse statistiques et économétriques peuvent, dans une certaine mesure, permettre de déterminer le moment où une infraction a commencé ou cessé de produire ses effets. L'analyse économétrique de régression permet d'étudier les relations entre variables économiques et dans quelle mesure une variable à expliquer est influencée par l'infraction ainsi que par d'autres variables qui ne sont pas affectées par l'infraction. Cette analyse peut être utilisée soit pour tester une hypothèse de causalité soit pour prévoir ce qu'aurait dû être la valeur d'une variable (telle que le prix dans le scénario contrefactuel).

La comparaison avec des données concernant d'autres marchés géographiques peut être utilisée quand l'infraction concerne des marchés dont l'étendue est locale, régionale ou nationale (§ 51).

On peut également combiner les comparaisons dans le temps et entre marchés lorsqu'on dispose de suffisamment de données. Il s'agit alors d'analyser l'évolution d'une variable considérée comme le prix au cours d'une certaine période et la comparer avec l'évolution de la même variable au cours de la même période sur un marché de comparaison non concerné par l'infraction. La comparaison permet d'estimer la part d'évolution du prix liée à l'infraction. Encore faut-il que, sur la période précédente, l'évolution du prix ait été similaire. On parle alors de méthode des doubles différences (§ 56 à 58).

En théorie, l'analyse économétrique permet d'apporter plus de précision dans l'analyse des dommages. Le Guide soulève la question de savoir si elle est nécessaire pour satisfaire à un standard de preuve et à quelle partie sa mise en œuvre incombe. La réponse relève du droit applicable, mais pour assurer l'effectivité de la réparation il ne faut pas imposer à la victime une règle de preuve impossible à mettre en œuvre dans les faits. En particulier si le droit prévoit un renversement de la charge de la preuve, ce sera éventuellement au défendeur de réaliser une analyse de régression pour réfuter l'argumentation du demandeur (§ 92).

¹ Guide, p. 11.

² Guide, § 4.1 (chapitre II, art. 5 à 8).

³ CJCE 27 janv. 2000, n° C-104/89 et C-37-90, *Mulder et al. cf. Conseil et Commission*, Rec. I-288, point 79.

■ Les modèles fondés sur les coûts et méthodes financières

Il s'agit de simuler la situation sur le marché, sur la base de modèles économiques ou sur la base d'une construction d'un scénario contrefactuel à partir des coûts de production et d'une marge raisonnable, l'évolution des prix ou des quantités vendues. Les modèles de simulation utilisés sont généralement les modèles conçus pour rendre compte du comportement des entreprises sur les marchés oligopolistiques ou encore sur des marchés monopolistiques. La mise en œuvre de ces modèles doit tenir compte de l'élasticité de la demande en fonction des prix.

Ces modèles reposent sur des hypothèses théoriques et simplificatrices. Ce caractère spéculatif ne doit pas, selon Le Guide, conduire à les écarter dès lors que l'on est en mesure de déterminer dans quelle mesure certaines des hypothèses simplificatrices sont susceptibles d'influencer les résultats.

La mise en œuvre de ces modèles peut nécessiter d'importants volumes de données qui ne sont pas accessibles à la partie concernée ou qu'il n'est pas possible d'estimer avec suffisamment de fiabilité (§ 104). La proposition de directive a particulièrement développé cette question d'accès aux données pertinentes ¹.

■ Les modèles fondés sur les coûts et méthodes financières

Il s'agit, à partir d'une évaluation du coût unitaire de production d'ajouter une marge raisonnable pour déterminer le prix à prendre en compte dans le scénario contrefactuel (§ 107). Cette marge peut être déterminée de différentes manières, notamment en s'appuyant sur une comparaison dans le temps ou sur des entreprises analogues sur un marché géographique comparable non affecté par l'infraction ou sur des marchés de produits comparables.

3- Le Guide souligne également que d'autres méthodes « moins scientifiques » et plus pragmatiques (§ 120) peuvent être utilisées pour définir avec moins de précision des bornes supérieures ou inférieures du préjudice subi.

Le choix des méthodes relève des juridictions nationales pour autant que les principes d'effectivité et d'équivalence soient respectés. Ce sont effectivement les règles de droit applicables qui doivent déterminer la méthode de quantification qui convient en tenant compte de la disponibilité des données, des ressources mobilisées en termes de coûts et de temps et leur proportionnalité par rapport à la valeur de la demande et des intérêts en cause. Les coûts à prendre en compte sont à la fois ceux supportés par le demandeur et le défendeur pour réfuter la demande, mais également ceux du système judiciaire pour permettre au juge d'évaluer les résultats produits par la méthode, éventuellement assisté d'un expert (§ 124).

Le Guide analyse ensuite les différentes catégories de préjudice en distinguant ceux qui découlent d'augmentations de prix et ceux qui résultent de pratiques d'éviction.

■ Analyse spécifique des différents types de préjudice

Les préjudices découlant des augmentations de prix : le cas des ententes

Il s'agit le plus souvent des conséquences des ententes sur les prix conduisant à la fixation d'un prix excessif par une entreprise dominante. Les effets en sont doubles : valeur transférée des clients vers les entreprises et effet volume résultant de la baisse des quantités consommées. Des clients potentiels se trouvent ainsi évincés et privés de la jouissance d'un produit ou d'un service.

Il peut aussi s'agir de baisse des prix d'achat des entreprises auteurs des infractions pour leur propre approvisionnement, par exemple dans le cas des cartels d'acheteurs à travers leur réduction coordonnée d'achats.

Il peut également s'agir d'une stabilisation artificielle des prix pendant une période durant laquelle des conditions normales de marché auraient dû conduire à une baisse des prix.

Les augmentations de prix créent des surcoûts pour les acheteurs qui peuvent affecter à la fois le client initial et des clients indirects à différents niveaux de la chaîne d'approvisionnement.

Il faut distinguer parmi les effets des ententes, le surcoût initial payé par le client direct et sa répercussion éventuelle. Le Guide rappelle (§ 139) qu'il peut être superflu de quantifier les effets des ententes dès lors que l'on a caractérisé les pratiques relevant de l'article 101 TFUE, à savoir des accords et/ou pratiques visant à influencer les paramètres de la concurrence par des pratiques telles que la fixation du prix d'achat ou de vente ou d'autres conditions de transaction, l'attribution de quotas de production ou de vente ou la répartition des marchés (y compris la manipulation des appels d'offre).

Une étude réalisée à la demande de la Commission a montré que près de 70 % des ententes présentent un surcoût compris entre 10 et 40 % avec une moyenne autour de 20 %. Une telle estimation peut-elle permettre d'éviter le chiffrage des effets spécifiques d'une entente donnée ? La réponse à cette question relève des règles de droit applicables. Il paraît peu probable que les juridictions françaises l'utilisent autrement que comme une présomption réfragable.

Les surcoûts initiaux peuvent être établis à partir des documents internes ayant servi à caractériser l'entente mais aussi en construisant un scénario contrefactuel à l'aide de la méthodologie exposée précédemment et notamment à l'aide de comparaisons dans le temps et avec d'autres marchés non affectés par l'entente.

La question de la répercussion des surcoûts entraînés par les ententes

Concernant les questions posées par la répercussion du surcoût, qui est reconnue par le droit français comme moyen de défense, selon un principe consacré par la Cour de cassation dans l'affaire de la lysine ², différentes situations peuvent se produire : répercussion partielle ou totale du surcoût sur les clients ou non répercussion et réduction des marges. Dans le premier cas cette répercussion peut entraîner une baisse des volumes ; d'où la nécessité de connaître l'élasticité de la demande en aval.

Cette possibilité de répercussion dépend de l'intensité de la concurrence sur le marché aval. Si ce marché connaît une concurrence parfaite, la répercussion sera vraisemblablement proche de 100 % car les prix se situant déjà au niveau des coûts marginaux, toute hausse de ceux-ci entraînerait des pertes chez les fournisseurs s'ils n'étaient pas répercutés. Si le marché aval n'est pas parfaitement concurrentiel, les fournisseurs n'auront pas nécessairement la possibilité de répercuter intégralement. Le Guide cite différents facteurs susceptibles d'influencer l'ampleur de la répercussion (§ 171) :

- l'élasticité prix de la demande ;
- la variation du coût marginal suivant les modifications de la produc-

¹ Modèle de Bertrand en cas de concurrence par les prix et modèle de Cournot en cas de concurrence par les quantités produites.

² V. *supra*, II.1.

³ Com. 15 juin 2010, n° 09-15.816, D. 2010. 2781, point de vue Y Utzschneider et H. Parmentier et 15 mai 2012, n° 11-18.495.



tion : si la réduction de la production entraîne une forte baisse des coûts marginaux, la répercussion sera moins probable ;

- l'incidence de l'infraction sur les différents types de coûts : une infraction qui affecte les coûts variables rend la répercussion plus probable que si elle affecte les coûts fixes ;

- la durée de l'infraction : plus elle dure, plus la probabilité de la répercussion augmente.

Afin de déterminer l'effet sur les volumes de vente d'un surcoût, il faut prendre en compte l'impact de la répercussion sur la demande. Si celle-ci est très élastique, il en résultera une baisse de la demande en cas de répercussion du surcoût qui peut entraîner un manque à gagner, lequel s'il est très significatif peut se traduire par une éviction partielle ou totale.

Les préjudices découlant des pratiques d'éviction

L'éviction des concurrents est visée par les articles 101 et 102 TFUE à travers les pratiques de verrouillage telles que prédation, accords exclusifs, refus de fourniture, ventes liées et groupées.

Ces pratiques ont des répercussions sur les concurrents en les évicant d'un marché ou en les empêchant d'y entrer. Elles se traduisent par des manques à gagner. Elles ont aussi

des effets sur les clients en réduisant la pression concurrentielle ce qui peut se traduire par une augmentation des prix ou une diminution de la qualité et de l'innovation.

Le droit à réparation des pratiques d'éviction est assuré par le Traité et porte à la fois sur les coûts subis et le manque à gagner. Ce dernier peut provenir

d'une baisse des revenus (baisse de la demande) ou d'une hausse des coûts (impact sur les prix des entrants).

Il faut une approche dynamique de ces pratiques car, dans un premier temps, l'auteur de l'infraction peut accepter de baisser artificiellement ses prix pour évincer ses concurrents et les rétablir ensuite sur la base d'un marché élargi du fait de l'éviction.

En théorie, pour déterminer le manque à gagner des concurrents évincés, il faut comparer leurs bénéfices durant les pratiques avec ceux qu'ils auraient dû normalement réaliser dans le scénario contrefactuel. En cas d'éviction totale, les bénéfices deviennent nuls ou même négatifs.

L'entreprise peut également subir, du fait de ces pratiques, des coûts spécifiques pour lutter contre la pratique d'éviction. Il arrive également qu'elle limite sa demande d'indemnisation à ces seuls coûts supplémentaires du fait du caractère plus simple et moins exigeant au niveau probatoire d'une demande se limitant à des coûts effectivement subis qu'il s'agisse des coûts irrécupérables engagés pour entrer sur un marché dont elle a été évincée ou de l'impact excessif des compressions de marge. Le Guide souligne la difficulté de l'établissement de ce type de préjudice (§ 193) car l'établissement du scénario contrefactuel peut nécessiter des données complexes se rapportant à une situation hypothétique, surtout lorsque l'entreprise évincée n'était pas présente avant l'infraction. Le Guide suggère « de prévoir des exigences moindres aux fins de la quantification du préjudice. En conséquence, les systèmes juridiques peuvent conférer aux juges un certain pouvoir d'appréciation à l'endroit des chiffres et de la méthode statistique à retenir et en ce qui concerne leur utilisation pour l'évaluation du préjudice ».

Pour les concurrents existants, la démonstration est théoriquement plus simple : comparaison avant-après ou avec une entreprise similaire sur le même marché ou sur un marché autre non affecté par les pratiques ou encore recours aux méthodes de simulation. La comparaison peut se faire dans le temps en montrant que la situation du concurrent lésé aurait été meilleure dans le scénario contrefactuel si celui-ci peut être construit et que l'on dispose de données utilisables sur la période suivant l'infraction. Dans certains cas, on peut s'appuyer sur les parts de marché pour calculer le manque à gagner en déterminant la part

de marché vraisemblable du concurrent évincé en l'absence d'infraction. Le Guide considère que si on suppose que les coûts et revenus unitaires n'auraient pas changé dans le scénario contrefactuel et peuvent être admis par le système juridique, on peut alors estimer le manque à gagner à partir des seules quantités perdues, l'idée étant que l'on peut parvenir ainsi à une première estimation du préjudice, suffisante pour renverser la charge de la preuve (§ 197).

Le cas particulier des nouveaux entrants potentiellement évincés

La question est autrement plus délicate lorsqu'il s'agit de nouveaux entrants évincés car l'éviction des nouveaux entrants peut leur causer un préjudice très important. Le Guide souligne que « les systèmes juridiques devraient tenir compte des difficultés inhérentes à la quantification de ce préjudice et veiller à ce que les actions en dommages et intérêts intentées par les nouveaux entrants évincés ne soient pas rendues pratiquement impossibles ni excessivement difficiles ».

En effet, lorsque des concurrents sont empêchés de rentrer sur un marché, on ne dispose d'aucune donnée sur la période avant l'infraction. Le Guide suggère alors de se tourner vers un marché géographique ou de produits comparables sur lequel l'entreprise est présente pour construire un scénario contrefactuel. De même, concernant les manques à gagner futurs, c'est-à-dire après cessation des pratiques, la situation est encore plus complexe notamment lorsque les concurrents évincés n'ont pas pu retourner sur le marché ou récupérer leur part de marché en raison d'effets toujours sensibles des pratiques. Le Guide considère que cette question relève des « législations nationales » (§ 207) pour déterminer « dans quelles conditions un manque à gagner futur peut être récupéré ou en définissant des règles pragmatiques pour régler cette question au cas par cas ». Il faut notamment prendre en compte le temps vraisemblablement nécessaire pour retourner sur le marché considéré.

Dans les cas où l'entreprise victime de l'éviction était cliente de l'entreprise auteur de l'infraction, elle va subir une hausse de ses coûts ou une baisse de ses volumes et de ce fait un manque à gagner. On se trouve dans des situations analogues à celles des victimes d'une entente.

■ Conclusion

1. On constate que l'ensemble des approches méthodologiques suggérées par Le Guide fait évoluer, au nom des principes d'effectivité et d'équivalence, les règles de la responsabilité tant en ce qui concerne la notion de lien de causalité que de certitude du préjudice. En effet, prenant en compte la difficulté de parvenir à des démonstrations parfaites, le Guide souligne la possibilité que doivent avoir les juridictions de se prononcer « sur la base des meilleures estimations approximatives ou de considérations d'équité » ouvrant ainsi, au-delà de la démonstration chiffrée, une certaine part d'estimation permettant au juge d'exercer son propre jugement dans un souci d'application des principes d'effectivité et d'équivalence. La proposition de directive introduit à cet égard la possibilité pour le juge de demander l'aide d'une AC.
2. Il en résulte de fait une inversion de la charge de la

Pour déterminer le manque à gagner des concurrents évincés, il faut comparer leurs bénéfices durant les pratiques avec ceux qu'ils auraient dû normalement réaliser dans le scénario contrefactuel.

preuve puisque, si l'on admet pour le demandeur un standard de preuve « allégé », on reporte sur le défendeur l'essentiel de la charge de la démonstration dès lors que le demandeur aura présenté un certain nombre de faits et éléments de preuve qui peuvent permettre de justifier l'existence d'un préjudice avec une certitude raisonnable.

3. La proposition de directive définit une présomption réfragable de répercussion des surcoûts au détriment des acheteurs indirects. Elle définit également le droit à agir non seulement contre une société, mais aussi à l'encontre de différentes sociétés d'un groupe.

4. Le Guide souligne également l'intérêt de la prise en compte du gain illicite réalisé par l'entreprise responsable de l'infraction pour estimer le préjudice par les parties lésées. Cette approche longtemps exclue par le droit civil a déjà vu son apparition en droit français à travers la transposition de directives communautaires relatives à la contrefaçon.

5. Les relations avec les AC sont précisées dans la proposition de directive et ont une incidence sur la quantification des préjudices à travers l'accès aux preuves. Elle rappelle que le bénéfice d'une mesure de clémence ne prémunit pas le bénéficiaire contre les actions en réparation des victimes mais le principe de solidarité de tous les participants aux manquements est atténué pour les bénéficiaires d'une telle mesure car il est limité aux préjudices directs ou indirects (sauf si les autres parties lésées ne peuvent pas obtenir une réparation intégrale des autres auteurs de l'infraction).

La Proposition prévoit par ailleurs, une protection temporaire jusqu'à la clôture de la procédure, des documents que les parties ont établi spécifiquement pour les besoins d'une procédure relevant de l'AC ainsi que ceux que l'AC a établi au cours de sa procédure. Il en est ainsi, *a fortiori* dans le cas des procédures de clémence, qui représentent la grande majorité des enquêtes, qui ne peuvent pas donner droit à la consultation des dossiers. Celle-ci est limitée aux documents et informations pré-existants fournis au soutien de la demande de clémence.

Il existe de plus un secret de l'instruction devant l'AC applicable sauf si la divulgation est nécessaire pour l'exercice des droits de la défense ou du droit à réparation et sauf, comme il a été indiqué ci-dessus, en ce qui concerne les pièces obtenues dans le cadre de la clémence.

C. com., art. L. 463-6.

COMMENT DÉTERMINER LE(S) RESPONSABLE(S) ET RÉPARTIR LA CHARGE DE L'INDEMNISATION : DEUX QUESTIONS PRATIQUES À NE PAS NÉGLIGER ¹

par Muriel Chagny

Directeur du master Contrats concurrence et du laboratoire DANTE de l'Université de Versailles-Saint-Quentin-en-Yvelines, membre de la Commission d'examen des pratiques commerciales

S'il est fréquemment fait état, à juste titre, de sérieuses difficultés tenant à l'évaluation des dommages et intérêts alloués au titre de la réparation des dommages causés par des pratiques anticoncurrentielles, la question de savoir qui doit assumer la charge de la dette de responsabilité et, en présence d'une pluralité de coresponsables, à concurrence de quelle quotité, apparaît trop souvent négligée alors pourtant qu'elle revêt une grande importance sur le plan pratique. Rien ne sert ou presque de reconnaître un droit à réparation à la victime et de procéder à une estimation aussi exacte que possible des dommages et intérêts si la partie lésée par une entente ou un abus de position dominante n'est pas en mesure, faute de débiteur solvable, d'obtenir le paiement des sommes allouées.

Aussi convient-il de s'intéresser successivement à la désignation des personnes civilement responsables et à la

charge de la dette de dommages et intérêts en cas de coresponsables.

■ La désignation des personnes civilement responsables à raison des pratiques anticoncurrentielles

Droit civil et droit de la concurrence : un raisonnement différent

De prime abord, on pourrait être enclin à considérer que l'identification des personnes responsables sur le plan civil est plus aisée lorsqu'il est possible de prendre appui sur une décision antérieure d'une autorité de concurrence ayant constaté la violation du droit des pratiques anticoncurrentielles. Cette conviction est d'ailleurs à l'origine de la faveur marquée, notamment par le législateur français dans la loi Hamon du 17 mars 2014, envers les actions consécutives (*follow on*), postérieures à une procédure de concurrence. Elle paraît du reste confortée par le fait que la directive relative à certaines règles régissant les actions en dommages et intérêts en droit interne pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des États membres et de l'Union européenne (ci-après la directive) pose, en son article 9, des règles d'ordre probatoire semblant faciliter la désignation des responsables : en vertu

¹ Les points de vue exprimés sont propres à l'auteur et n'engagent pas l'institution à laquelle il appartient.

² M. Nussenbaum, « L'évaluation des dommages concurrentiels », AJCA 2014, XXX.

³ L. n° 2014-344 du 17 mars 2014, art. 1^{er}, c. consom., art. L. 423-17 nouv.; Y. Utzschneider et C. Mussi, L'action de groupe en droit de la concurrence, une intention louable à la mise en œuvre complexe, AJCA 2014, 222.

NOVEMBRE 2014

RAPPORT

L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES



COMMISSION AD HOC

L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES

RAPPORT DU CLUB DES JURISTES

NOVEMBRE 2014

Un extrait du rapport (sommaire : tables des matières, introduction) est reproduit ci-après.

Le rapport complet est disponible sur le site internet : www.leclubdesjuristes.com.



Composition de la Commission

Présidents :

André LEVY-LANG

Professeur associé émérite à l'Université Paris-Dauphine,
Président du Conseil de surveillance du quotidien Les Échos

Daniel TRICOT

Président honoraire de la Chambre commerciale, financière
et économique de la Cour de cassation, Arbitre et Médiateur (DTAM)

Rapporteur :

Julie KLEIN

Professeur de droit à l'Université de Rouen

Membres :

Christophe CLERC

Avocat, Pinsent Masons

Jacques DARMON

Président de chambre au Tribunal de commerce de Paris

François FUNCK-BRENTANO

Associé-gérant, Lazard

Jean-Pierre LABROUE

Directeur juridique Groupe, Solvay

Maurice NUSSENBAUM

Président fondateur de Sorgem Evaluation,
Professeur à l'Université Paris Dauphine

Christophe PERCHET

Avocat associé, Davis Polk and Wardwell

Olivier PERONNET

Président fondateur de FINEXSI
Expert-comptable, Commissaire aux comptes

Caroline RUELLAN

Maître de conférences, Professeur à l'Ecole des mines de Paris,
LLM Harvard Law School

Secrétaire de la Commission :

Jérôme CHACORNAC

Maître de conférences à l'Université Paris II (Panthéon-Assas)

Table des matières

Introduction	9
1^{ÈRE} PARTIE :	
La réparation du préjudice financier de l'investisseur dans la jurisprudence	18
I. Exposé des solutions retenues	18
A. Le droit commun de la réparation du préjudice	19
1. Le principe de la réparation intégrale du préjudice	19
2. L'appréciation souveraine par les juges du fond	25
B. La réparation du préjudice financier de l'investisseur	25
1. L'admission du préjudice de conservation	27
2. La réparation de la seule perte de chance	29
3. L'évaluation de la perte de chance : le caractère forfaitaire de l'indemnisation	34
II. Critique des solutions retenues	40
A. La critique du recours à la perte de chance	40
1. La limitation de l'assiette du préjudice réparable	41
2. L'arbitraire dans l'établissement du lien causal	43
3. L'absence d'individualisation des situations	45
B. La critique du caractère forfaitaire de l'indemnisation	48
1. L'atteinte au principe de la réparation intégrale du préjudice	48
2. La méconnaissance du fonctionnement du marché boursier	51

2^{ÈME} PARTIE :

La proposition d'une nouvelle méthodologie de calcul du préjudice financier de l'investisseur 53

I. L'identification des préjudices réparables..... 53

A. Les différents types de préjudice..... 54

1. La perte de valeur 54

2. La perte d'une opportunité spécifique d'investissement..... 56

B. La typologie des préjudices de perte de valeur 58

II. L'adoption d'une méthode de valorisation du préjudice réparable 63

A. Le choix d'une méthode objective 63

B. Le recours à l'étude d'évènements 64

1. L'exemple du droit américain 64

2. L'application des études d'évènements..... 71

3^{ÈME} PARTIE :

La mise en œuvre de la nouvelle méthode de calcul du préjudice financier de l'investisseur 75

I. Les difficultés liées au coût de la méthode envisagée..... 77

II. Les difficultés liées à la compétence des magistrats en matière financière 81

Annexe 1

Les principales propositions de la Commission 83

Annexe 2

Personnes auditionnées..... 85

Annexe 3

Aperçu des actions en responsabilité en droit boursier américain 86

Le présent rapport est le fruit des réflexions d'une Commission *ad hoc* interdisciplinaire du Club des juristes regroupant des spécialistes dans les matières juridiques et financières, qui s'est réunie à de nombreuses reprises entre mai 2013 et mai 2014.

La Commission a émis les propositions figurant dans le présent rapport en vue d'assurer un meilleur traitement contentieux, devant les juridictions judiciaires, des demandes d'indemnisation des préjudices subis par les actionnaires de sociétés cotées, à la suite de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Si l'ensemble des propositions présentées procèdent d'un consensus majoritaire qui s'est dégagé autour de chacune d'elles au fil des réunions de travail, il convient toutefois de préciser que le rapport dans son intégralité ne constitue nullement une doctrine unanime et n'engage individuellement aucun des membres de la Commission.

Ces propositions, qui appellent essentiellement à une évolution de la jurisprudence et à l'introduction de méthodes d'évaluation rigoureuses du préjudice financier de l'investisseur, constituent avant tout des pistes de réflexion destinées à être largement diffusées, discutées et, espérons-le, suivies d'effet.

Le rapport est ainsi construit autour d'une proposition principale et d'éléments de nature à en permettre la mise en œuvre :

- > la principale proposition du rapport consiste à préconiser une méthode claire et prévisible d'évaluation du préjudice subi par l'investisseur au lieu de recourir à la notion de perte d'une chance à laquelle les juges se réfèrent actuellement ;
- > pour sa mise en œuvre, cette proposition s'accompagne de propositions concernant :
 - le recours à l'expertise ;
 - la compétence des magistrats en matière financière ;
 - la promotion de modes alternatifs de résolution des litiges.

Introduction

1.- Le problème de l'indemnisation du préjudice des investisseurs à la suite de la diffusion d'informations fausses est apparu de façon relativement récente dans la jurisprudence. Ce n'est qu'au début des années 1990 qu'ont été rendues les premières décisions relatives à la détermination et à l'évaluation du préjudice réparable : en 1991, la Cour de cassation a ainsi reconnu le principe de l'existence d'un préjudice résultant d'un délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses¹.

Si les litiges relatifs au préjudice résultant de la diffusion de fausses informations sont encore peu nombreux en France², le contentieux s'est toutefois multiplié et la teneur des solutions a connu une évolution notable au cours des vingt dernières années. La complexité de la matière financière et plus spécialement des conditions dans lesquelles l'information destinée au marché s'intègre dans la formation des cours entraîne nécessairement des interrogations et des difficultés quant à la mise en œuvre des règles du droit commun de la responsabilité civile.

(1) Cass. crim., 5 nov. 1991, n° 90-82.605, *Bull. crim.*, n° 394 : aff. *Société industrielle et financière Bertin*, *Rev. soc.* 1992, p. 91, note B. Bouloc ; *D.* 1992, IR. 13. Pour casser l'arrêt de la chambre d'accusation ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile de la requérante, la chambre criminelle avait retenu, au visa des articles 2 et 3 du Code de procédure pénale, que « *la SIFB faisait état de ce que le bilan qu'elle critiquait avait servi de base à l'évaluation des actions qu'elle était sur le point d'acheter* », par application du principe également retenu en matière de délit d'initié selon lequel « *pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possible l'existence du préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale* ».

(2) Pour des données statistiques, v. N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB Edition, p. 199 s.

> L'objet du rapport

2.- Le présent rapport entend ici proposer des pistes de réponse à ces interrogations. A ce titre, le rapport n'a pas pour ambition d'établir des règles d'indemnisation des préjudices par les investisseurs en toute circonstance : la Commission n'entend pas traiter de l'ensemble des préjudices liés au contentieux civil en matière financière. Elle a examiné la seule question du **préjudice subi par l'actionnaire d'une société cotée résultant de la diffusion d'une fausse information sur le marché**. Sont donc exclus :

- *Le préjudice directement subi par l'émetteur*

La jurisprudence distingue en effet nettement le préjudice subi par la société, qui n'entraîne aucune indemnisation de l'actionnaire³, et le préjudice de l'actionnaire résultant d'une décision d'investissement sur la base d'informations fausses ou trompeuses diffusées par l'émetteur⁴. La Commission tient ici pour acquise cette distinction jurisprudentielle, bien qu'elle puisse parfois être discutée.

Dans ce contexte, la diffusion d'informations trompeuses est l'une des rares hypothèses dans lesquelles la jurisprudence reconnaît l'existence d'un préjudice personnel de l'actionnaire⁵. Il sera tenu pour acquis dans la suite des développements.

(3) Ainsi, en cas de baisse de la valeur de l'action résultant d'une mauvaise gestion, aucun préjudice personnel résultant de l'amoindrissement du patrimoine social n'a été reconnu à l'actionnaire : Cass. com. 21 sept. 2004, n° 03-12.663, inédit ; Cass. com., 26 janv. 1970, n° 67-14.787, *Bull. civ. IV*, n° 30. En particulier, la baisse de la valeur des titres corrélative à une diminution de l'actif net ne constitue pas un préjudice personnel de l'actionnaire : Cass. com., 19 avr. 2005, n° 02-10.256, inédit.

(4) L'actionnaire subit un préjudice personnel direct lorsque les mauvaises informations reçues des dirigeants ont eu des répercussions directes sur la valeur de ses titres et n'entraînent pas une diminution ou une perte de l'actif social. V. Cass. crim., 30 janv. 2002, n° 01-84.256, *JCP G* 2002, n°188, *Bull. Joly* 2002, p. 797 & 179, note J.-F. Barbiéri ; Pour une étude détaillée de la distinction entre le préjudice social et le préjudice individuel de l'actionnaire V. F. Danos, « La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire », *RJDA* 2008, p. 471. Dernièrement, Cass. com., 9 mars 2010, n°s 08-21.547 et 08-21.793, *Bull. civ. IV*, n° 48, affaire *Gaudriot*.

(5) Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036.

- *Le préjudice subi par les actionnaires de sociétés non cotées*

La mesure du dommage résultant d'une fausse information diffusée sur le marché suppose de prendre en compte *l'impact de l'information sur la formation du cours de bourse*. La variation de la valeur de l'action par effet de la cotation est source d'une difficulté par hypothèse étrangère à la réparation du préjudice de l'actionnaire d'une société non cotée.

- *Le préjudice résultant de l'inexécution d'une obligation d'information par un intermédiaire*

Le présent rapport ne traite pas de la question de la détermination du préjudice réparable à l'occasion de l'inexécution d'une obligation d'information dans le cadre d'une prestation de services d'investissement.

Au cours de ses travaux, la Commission a en effet relevé l'existence d'une jurisprudence fournie relative aux préjudices subis par les clients des établissements financiers, qui trouvent leur origine dans l'inexécution d'une obligation d'information. La jurisprudence en la matière apparaît désormais stabilisée. La Cour de cassation retient dans ce cadre que le manquement d'une société de bourse aux obligations d'information, de mise en garde et de conseil auxquelles elle peut être tenue à l'égard de son client, prive seulement celui-ci d'une chance de mieux investir ses capitaux⁶.

La situation est très différente de celle résultant d'un abus de marché. La relation entre les investisseurs, d'une part, et les intermédiaires financiers que constituent les prestataires de services d'investissement, d'autre part, *ne présente pas une dimension collective*. L'obligation d'information due par l'intermédiaire financier au titre de ses règles de conduite telles qu'elles résultent du Code monétaire et financier et du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers s'intègre

(6) En dernier lieu, Cass. com., 4 févr. 2014, n° 13-10.630.

à un rapport précontractuel ou contractuel de nature *bilatérale*. Les difficultés tenant à la détermination et à l'évaluation du préjudice du client d'un prestataire de services d'investissement ne mettent pas en cause le caractère « diffus » des conséquences dommageables résultant d'une information fausse relative à un émetteur coté.

La réflexion de la Commission s'est donc concentrée sur l'évaluation du préjudice résultant de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur le marché.

3.- Dans ce contexte, la Commission a entendu situer sa réflexion sur le terrain indemnitaire, au stade de l'évaluation du préjudice. Aussi tient-elle pour acquis dans ses réflexions l'existence d'une faute consistant dans la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Certes, la détermination de la faute et l'identification de son auteur soulèvent également des difficultés importantes. L'article L. 465-2 du Code monétaire et financier⁷ comme l'article 632-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers⁸ visent en effet la diffusion de fausses informations par « **toute personne** ». A ce titre, l'auteur peut être l'émetteur, ses dirigeants, mais aussi un intermédiaire financier, un analyste financier⁹, un journaliste¹⁰, ou n'importe quel tiers.

(7) L'article punit le fait « pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation en induisant autrui en erreur ».

(8) Art. 632-1 RG AMF : « **Toute personne** doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ».

(9) V. not. art. 632-1 al. 2 RG AMF.

(10) L'Autorité des marchés financiers (AMF) a ainsi pu sanctionner le dirigeant d'un groupe de presse qui avait diffusé une opinion biaisée sur les perspectives d'évolution d'un titre : AMF, déc. 16 déc. 2011, aff. Miquet, *Bull. Joly bourse*, 2011, p. 56, note H. Bouthinon-Dumas. V. ég., art. 632-1 al. 3 RG AMF.

Au demeurant, les comportements susceptibles de fausser l'information des investisseurs sont d'une grande variété et d'une forte complexité. Il suffit d'évoquer les sanctions récemment prononcées à la suite d'un défaut d'information du marché sur la préparation d'une opération financière, lié à l'utilisation de produits dérivés sur actions ayant conduit à une montée rapide et substantielle au capital d'émetteurs de forte capitalisation¹¹.

Mais la question que soulève l'appréciation des comportements est distincte de celle de l'évaluation du dommage lié à l'impact du comportement reproché sur la valeur de l'action.

A cet égard, la Commission a notamment entendu exclure du périmètre de sa recherche les préjudices résultant d'opérations d'initiés. L'indemnisation des investisseurs à la suite d'un délit ou d'un manquement d'initié constitue une question fort débattue et n'a pour l'instant été reconnue par la jurisprudence que dans son principe¹². En dépit de l'unité des abus de marché comme catégorie répressive, « *la diversité des manquements n'autorise pas une réflexion à portée générale* »¹³ relative à leurs conséquences préjudiciables.

(11) Voir les sanctions prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF sur le fondement de l'article 223-6 RG AMF (Affaire *Wendel/Saint Gobain* : Déc. Sanct., 13 déc. 2010, confirmé par Paris, p. 5, ch. 5-7 ; Affaire *LVMH/Hermès* : Déc. Sanct. 25 juin 2013).

(12) Cass. crim., 11 déc. 2002, n° 01-85.176, *Bull. crim.*, n° 224, *Rev. soc.* 2003, p. 145, note B. Bouloc ; *RTD com.* 2003, p. 390, obs. B. Bouloc ; *ibid.* p. 336, note N. Rontchevsky ; *JCP G* 2003, I, 162, chron. A. Maron, J.-H. Robert, M. Veron, n° 38-39 ; *Gaz. Pal.* 22 févr. 2003, p. 25, note C. Ducouloux-Favard ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2003, p. 149, note F. Stasiak ; *Banque & Droit*, mars-avril 2003, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre. La Chambre criminelle semblait déjà l'avoir implicitement admis dans l'affaire *Société générale de fonderie* dans laquelle le pourvoi de l'un des demandeurs avait été rejeté au motif que « *le demandeur au pourvoi, qui ne s'est constitué partie civile que pour le seul délit de diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses de nature à agir sur les cours, reproché aux dirigeants de la SGF, est sans qualité pour critiquer la décision de la Cour d'appel en ce qu'elle relaxe François C... du chef de délit d'initié* » ; Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82.263, *Bull. crim.*, n° 113, p. 280, *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 365, note M. Jeantin ; *Rev. soc.* 1993, p. 847, note B. Bouloc ; *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. H. Hovasse ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24. La lecture *a contrario* permettait d'admettre la demande d'un requérant s'étant préalablement constitué partie civile.

(13) P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly éditions, 2009, n° 675, p. 443.

> L'enjeu de la réflexion

• *L'articulation des procédures*

4.- L'évaluation du préjudice de l'investisseur devant les juridictions civiles soulève la question de la place dévolue à la sanction civile des abus de marché et celle de **l'articulation entre les mécanismes répressifs et indemnitaires**.

Loin d'être en concurrence, la réparation civile, la peine et la sanction administrative répondent à des finalités et reposent sur des principes de mise en œuvre qu'il est essentiel de distinguer. L'amélioration de l'évaluation du préjudice de l'investisseur devant les juridictions civiles doit conduire à mieux articuler la réparation civile avec les sanctions pénales et administratives pour en renforcer la *complémentarité*.

Le rapport tend ainsi à réagir au constat toujours actuel selon lequel en matière financière « *l'impératif répressif occulte et finalement écrase l'impératif indemnitaire* »¹⁴.

5.- L'articulation des différents contentieux auxquels peuvent donner lieu des abus de marché a récemment fait l'objet d'un rapport de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en date du 25 janvier 2011 relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs. L'AMF a privilégié des pistes d'amélioration du règlement amiable des litiges¹⁵, compte tenu des difficultés que posent les actions en responsabilité devant les juridictions aussi bien civiles et commerciales que pénales. A suivre le rapport de l'AMF, l'indemnisa-

(14) A. Pietrancosta, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3, 2007, p. 21. En ce sens, l'affirmation couramment citée pour rendre compte de « l'approche particulière de la morale boursière par le législateur », selon laquelle « l'objectif est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants » ; C. Sonntag, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, dir. B. Deffains et F. Stasiak, L.G.D.J., p. 111 ; F. Martin Laprade, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », *Bull. Joly Bourse* n° spécial, déc. 2009, p. 439.

(15) *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. Delmas-Marsalet et M. Ract-Madoux, 25 janvier 2011, points 2.1 et s., p. 11.

tion du préjudice subi par les investisseurs est délicate, devant les juridictions civiles et commerciales, en raison des difficultés résultant de la répartition de la charge de la preuve comme du coût élevé de la procédure (point 1.2.1, p. 6-7). Ce sont ces inconvénients qui conduisent aujourd'hui les épargnants à se tourner vers les juridictions répressives pour bénéficier du recours à des experts comme des éléments de preuves recherchés par le ministère public. Le rapport met ainsi en lumière un risque d'instrumentalisation du recours au juge répressif, doublé d'une ineffectivité du droit à réparation lorsque le fait générateur ne constitue pas une infraction pénale (point 1.2.2, p. 7-8).

Sur la base de ces observations, le même rapport de l'AMF suggère, pour remédier aux difficultés constatées, que le régulateur prenne en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans ses procédures internes (point 2.2) et qu'il participe aux instances judiciaires pour résoudre les difficultés liées aux demandes d'indemnisation (point 2.3).

Plus récemment, l'AMF est revenue sur la question de la détermination du préjudice dans le cadre d'une réflexion relative non à l'indemnisation des actionnaires mais à la détermination du montant de la sanction administrative¹⁶. Elle tend ainsi à intégrer la question indemnitaire au sein de ses propres procédures.

La réflexion du régulateur se veut cependant essentiellement procédurale. Elle n'a pas pour objet d'établir des principes d'indemnisation qui, à l'évidence, relèvent des prérogatives du *juge judiciaire*. Le régulateur n'envisage l'indemnisation de l'investisseur que dans le cadre de l'exercice de ses missions, telles qu'elles sont définies par le législateur.

(16) Dans un rapport publié le 8 octobre dernier (Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel du Groupe de travail présidé par Claude Nocquet, Présidente de la Commission des sanctions), il est proposé d'introduire à l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier une disposition précisant les critères en application desquels la Commission des sanctions doit déterminer la sanction : au point (g) de la proposition, il est ainsi énoncé que la sanction est déterminée « en fonction de toute circonstance atténuante et, notamment, des mesures prises par la personne mise en cause pour remédier aux dysfonctionnements constatés et éviter la réitération du manquement ou pour réparer les préjudices causés aux tiers » (p. 24). Cette proposition vise à codifier les critères de détermination de la sanction dégagés dans la pratique décisionnelle de l'AMF (p. 8-9).

• *La sécurisation du marché*

6.- Les modalités de résolution judiciaire des litiges sont un élément capital d'attractivité d'un marché ; leur ineffectivité peut entraîner une défiance des investisseurs étrangers à son égard. La prévisibilité du risque judiciaire associé à la cotation est une donnée essentielle à l'investissement et l'admission sur un marché, dont tout un chacun a conscience mais qui impose un examen lucide et exigeant de l'état de notre droit positif. La pertinence des modalités d'indemnisation des actionnaires constitue l'un des critères à l'aune duquel est jugée la place de Paris. L'enjeu est donc fondamental. Des travaux américains ont d'ailleurs établi le lien étroit entre le bon fonctionnement et le développement de certains marchés et l'existence dans les Etats concernés de procédures permettant l'indemnisation des victimes d'infractions boursières. L'investissement intellectuel pour y parvenir doit donc être réalisé.

7.- A cette considération fondamentale s'en ajoute une autre, propre à la matière financière : le fonctionnement des marchés financiers est porteur de ses propres contraintes en termes de détermination du prix des actifs cotés et présente des spécificités qu'il appartient au juge de prendre en compte dans l'application des règles du droit commun de la responsabilité.

A cet égard, le contentieux boursier présente la double particularité d'être, structurellement pourrait-on dire, un contentieux de masse mais aussi un contentieux évolutif.

Alors que les règles de droit commun isolent une victime à laquelle il appartient d'établir l'étendue de son préjudice, la qualité d'investisseur inclut la victime d'un préjudice financier au sein d'une catégorie d'intervenants qui sont tous susceptibles d'avoir été identiquement ou différemment lésés par la diffusion d'une information fausse à l'occasion d'une décision d'investissement. Cette première particularité impose donc une détermination précise du préjudice réparable. Cette exigence paraît particulièrement prégnante en raison des évolutions constantes d'une réglementation toujours plus riche d'obligations pour les émetteurs.

> La démarche de la Commission

8.- Le travail de la Commission part d'un constat : celui du caractère insatisfaisant du traitement actuel du préjudice par la jurisprudence, tant dans son fondement (la perte de chance) que dans son évaluation (le caractère forfaitaire de l'indemnité allouée). Les insuffisances des critères d'évaluation du préjudice de l'investisseur ont pour corollaire regrettable la faiblesse de l'argumentation des parties relativement à la quantification du préjudice.

Il importe que les plaideurs disposent de principes clairs leur permettant de justifier plus rigoureusement de la réalité et du montant de leur préjudice afin qu'en retour, la tâche des juridictions saisies s'en trouve facilitée.

Les propositions du présent rapport visent ainsi à offrir une nouvelle grille de lecture et à poser des critères plus clairs et, surtout, plus prévisibles d'évaluation du préjudice de l'investisseur victime d'informations fausses ou trompeuses. **L'établissement de règles d'indemnisation procédant d'une application rigoureuse des principes du droit commun de la responsabilité serait un gage d'adaptation à un contentieux en évolution constante.**

Le rapport entend ainsi renforcer la prévisibilité pour les opérateurs des conséquences indemnitaires de leurs comportements au titre de la diffusion d'informations sur le marché et ainsi d'assurer une plus grande sécurité juridique dans le traitement du contentieux, tout en garantissant aux victimes lésées une plus juste indemnisation du préjudice.

9.- Le présent rapport se présente de la manière suivante :

- > la première partie a pour objet d'exposer de façon synthétique et critique l'état de la jurisprudence relative à l'évaluation du préjudice de l'investisseur ;
- > la deuxième partie présente la proposition centrale de la Commission, consistant à introduire une nouvelle méthode de détermination du préjudice de l'investisseur ;
- > la troisième partie développe les conditions qui apparaissent les plus propices à la mise en œuvre de la méthode d'évaluation proposée.

