

INGÉNIERIE FINANCIÈRE

Introduction aux mécanismes de « profit sharing »

Les instruments de « profit sharing »

Les techniques d'évaluation des entreprises nous ont montré que la plage d'évaluation est d'autant plus étendue que l'aboutissement d'un projet d'une entreprise innovante est incertain. Face à une large exposition au risque, il n'est pas toujours possible de définir une valeur avec justesse en début d'activité. En revanche, il est plus facile de déterminer une valorisation *a posteriori* à partir des informations prévisionnelles contenues dans le business plan. Cette valorisation n'est plus fonction des observations faites sur le marché mais elle est dépendante des revenus annoncés dans le business plan. S'assurer que l'entrepreneur peut atteindre les objectifs fixés dans le business plan est alors la condition d'une valorisation précise.

L'ingénierie financière du capital-investissement consiste à transférer une part du risque supporté par l'investisseur vers l'entrepreneur grâce aux instruments juridico-financiers dont les principes reposent sur les mécanismes du « **profit sharing** », également appelé partage des profits. Ces mécanismes permettent aux actionnaires de se prévenir, d'une part d'une survalorisation construite sur des revenus attendus trop ambitieux, d'autre part des stratégies de gestion trop risquées ou de court terme des dirigeants. En effet, si l'intéressement aux bénéfices des dirigeants a pour but de les inciter à déployer tous leurs efforts, il les encourage aussi à mener des politiques de court terme visant à générer des bénéfices immédiats. Ceci se traduit par exemple par des commandes de clients insolvables ou encore par des surinvestissements marketing et commerciaux.

Instruments financiers dérivés et coûts de transaction

Pour l'investisseur, il s'agit au moment de la prise de participation d'employer des instruments financiers qui alignent les intérêts, « **alignment of interests** », des parties prenantes en s'adaptant aux contraintes de rentabilité, de dilution et de prise de contrôle du projet. Par la spécificité des instruments financiers employés, l'apporteur de fonds complète le financement des fonds propres de l'entreprise. L'élaboration de combinaisons de fonds propres, de quasi fonds propres et de dettes permet de construire des instruments financiers dérivés, « **private equity derivatives** », dont la complexité est généralement croissante avec l'exposition au risque de l'investisseur. Afin d'apporter un éclairage sur les différents instruments employés par les investisseurs en capitaux, nous opérerons une distinction entre les titres offrant un accès immédiat au capital de l'entreprise et ceux qui offrent une possibilité d'accès à terme. Ces derniers sont complexes à mettre en œuvre car ils s'accompagnent de coûts de transaction qui ne se justifient que dans le cadre de projets risqués à « gros ticket d'entrée ».

Les titres d'accès direct au capital : les statuts

Les titres offrant un accès immédiat au capital de l'entreprise confèrent à leur détenteur une

fraction du capital social de l'entreprise. Il est donc titulaire de droits politiques, patrimoniaux et financiers. En tant que propriétaire, l'investisseur a le droit de percevoir une quote-part des bénéfices distribuables sous la forme de dividendes. Les titres offrant l'accès immédiat au capital sont l'essence même du capital-investissement et il faut en saisir les nuances selon qu'il s'agit d'actions simples ou prioritaires ou de certificats.

Les actions simples ou parts sociales

Les actions simples, « **common shares** », confèrent à leur porteur un droit au dividende lors de la répartition des bénéfices et un droit préférentiel de souscription lors d'ouverture du capital. Etre porteur d'actions simples s'accompagne également d'un droit de vote en assemblée générale et d'un accès aux informations internes à l'entreprise tels que les comptes annuels et les rapports du conseil d'administration. L'action simple permet de se présenter aux fonctions d'administrateur. Néanmoins, les investisseurs en capitaux tendent à éviter cette position car en période de crise ils peuvent être tenus responsables pour gestion de fait. La nature du titre offre l'avantage qu'il peut être cédé librement ou selon des modalités définies dans les statuts. En revanche, en cas de faillite, les détenteurs d'actions simples sont les derniers dans le rang de remboursement ce qui n'est pas convaincant pour les capital- investisseurs.

La détention d'actions simples donne essentiellement deux formes de droits qui sont les droits pécuniaires et les droits non-pécuniaires.

Les droits pécuniaires

Le droit essentiel de l'action simple est celui d'accéder au partage des dividendes. Mais dans le cadre de projets de haute technologie, ce n'est pas ce qui sera recherché par l'investisseur en capitaux car la distribution de dividendes n'apparaît qu'à partir de l'année cinq dans le meilleur des cas. En revanche, l'actionnaire dispose d'un droit préférentiel sur l'émission de nouvelles actions pour les augmentations de capital. Ce dernier aspect est primordial dans le cadre du financement de projets risqués car les augmentations de capital sont en moyenne au nombre de quatre.

Les risques encourus par le porteur d'actions simples ne portent que sur le montant des apports, c'est-à-dire sur la valeur des actions acquises au moment de la prise de participations. Dans le cadre d'une cessation d'activité, l'action simple donne un droit de participation au boni de liquidation.

Les droits non pécuniaires

C'est par la qualité des informations dont dispose le capital-investisseur qu'il est en mesure de prendre les meilleures décisions lors de la période d'accompagnement de l'entreprise. Le principe d'égalité de traitement des actionnaires impose l'accès aux mêmes informations et le droit d'agir

en justice à l'encontre de l'entreprise. C'est donc par la détention d'actions que les capital-investisseurs accèdent à l'information mais aussi au droit de participer et de voter aux assemblées générales ordinaires ou extraordinaires, chaque action simple étant assortie d'une

voix. En possédant des actions de l'entreprise, les capital-investisseurs peuvent demander l'inscription d'un projet à l'ordre du jour et le droit d'être élus aux conseils de surveillance ou d'administration et au Directoire. Ceci correspond au mouvement général de renforcement des droits politiques de l'actionnaire.

L'expérience montre que les capital-investisseurs tendent à choisir de siéger dans les organes de contrôle (par exemple au conseil de surveillance) plutôt que dans les organes de direction (par exemple le directoire) pour les raisons suivantes :

- les capital-investisseurs orientent l'entreprise dans ses choix en contrepartie d'apports en capitaux ;
- ils ne sont pas directement visés par les actions en justice qui sont menées à l'encontre des administrateurs en cas de défaillance ;
- ils agissent en justice à l'encontre des administrateurs en cas de défaillance.

Les actions d'apport

Remarquons que l'attribution d'actions n'est pas toujours liée directement à un apport en capitaux. En matière d'innovation, le cas se présente fréquemment lorsque le créateur de l'entreprise ou encore les partenaires technologiques tels que les laboratoires de recherche apportent une technologie ou un brevet. En contrepartie l'entreprise émet des actions d'apport. Elles accordent les mêmes privilèges que les actions simples. L'évaluation des actions d'apport est fonction de la pertinence du brevet ou de la technologie apportée. En règle générale on retiendra qu'un brevet fondamental pour l'activité se négocie en contrepartie de 4 à 6 % du nombre d'actions émises par l'entreprise. Pour un apport incrémental tel que l'évolution d'un brevet stratégique pour l'entreprise la négociation portera sur 1,5 % à 2,5 % du capital.

Les actions prioritaires

L'attribution d'actions prioritaires, ou « *preferred shares* », est généralement demandée par les capital-investisseurs. Cette requête intervient lorsque les parties se sont entendues sur la valorisation de la prise de participation. Refuser d'émettre les actions de l'entreprise sous la forme d'actions prioritaires peut conduire à l'échec de la levée de fonds. Ces titres offrent, en effet, des avantages qui sont attribués statutairement ou lors d'une décision prise en assemblée générale extraordinaire. Les privilèges accordés portent sur la possibilité de mettre en place des outils d'information renforcée et sur les aspects suivants :

Les dividendes prioritaires, préciputaires et cumulatifs

L'investisseur en capitaux se rémunère sur les dividendes et la plus-value en capital. Ainsi, les actions prioritaires lui offrent la possibilité de s'assurer du versement de bénéfices substantiels en se positionnant au premier rang de leur distribution par :

- un dividende prioritaire : il donne droit à une portion des bénéfices distribués plus importante que celle versée aux porteurs d'actions simples ;
- un dividende préciputaire : c'est une portion du dividende attribuée en premier à certains associés et qui consiste en un prélèvement prioritaire représentant l'intérêt à n % du montant libéré et non remboursé sur le nominal des actions ;
- un dividende cumulatif : premier dividende préciputaire dont le non perçu – si les bénéfices

d'un exercice sont insuffisants pour le servir complètement – doit être reporté sur les exercices suivants jusqu'à paiement complet.

L'augmentation des droits à la liquidation

Les actions prioritaires donnent le droit au remboursement nominal des actions après apurement du passif social lors de la liquidation de l'entreprise.

Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote

Ce type d'actions n'est autorisé que dans les entreprises qui ont réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices. Ce cas n'est donc pas très répandu dans les entreprises de croissance. Ces actions ne peuvent représenter plus du quart du capital social afin d'éviter de verrouiller le capital. Elles sont remboursées avant les actions ordinaires en cas de dissolution et sont intéressantes pour l'investisseur qui ne souhaite pas s'immiscer dans la gestion (que l'on appelle « *hands-off* »).

Les actions à droit de vote double

Un tel droit peut être attribué par les statuts ou lors d'une assemblée extraordinaire sous certaines conditions : les actions doivent être entièrement libérées (payées) et elles doivent en plus être inscrites au nom du même titulaire depuis au moins deux ans. Les actions nominatives sont inscrites dans un registre spécial qui porte le nom de registre des actions nominatives. Sur ce registre est indiqué le nom de la personne qui détient l'action, ceci permet à l'entreprise de stabiliser son actionnariat, mais ce type de titre permet aussi à l'État d'éviter les fraudes en matière de droit de succession.

Ces conditions nécessaires à la transformation d'actions simples en actions à droit de vote double compliquent et conditionnent leur emploi. Remarquons que le droit de vote supplémentaire n'est pas cessible et qu'il disparaît lorsque l'action est cédée. Étant données les conditions particulières à l'existence de telles actions elles sont principalement réservées aux entrepreneurs à qui elles offrent la possibilité de jouir de la majorité des droits de vote en ne détenant qu'une participation minoritaire au capital. Ainsi, il leur suffit de ne posséder qu'une participation supérieure au quart du capital sous la forme d'actions à droit de vote double pour détenir plus de la moitié des droits de vote, et contrôler par conséquent les assemblées générales ordinaires.

Les actions à droit de vote double sont utiles lorsque le capital-investisseur prend une participation supérieure à la moitié des droits de vote en actions simples, car il cherchera à prendre la participation la plus large possible mais pas forcément le contrôle au sens strict.

Catégorisation des actions et droit de préemption

En pratique, l'arrivée des capital-investisseurs s'accompagne d'une catégorisation des actions selon une hiérarchie à trois niveaux. Chacun des trois types d'actions possède des droits et des obligations particuliers afin de renforcer le contrôle politique de l'investisseur par rapport à son contrôle capitalistique.

Le premier type d'actions est appelé « actions de catégorie A ». Destinées aux investisseurs, elles donnent droit à une information préférentielle au travers de reporting. De plus, ces actions peuvent renforcer les pouvoirs de leurs détenteurs lors de décisions à prendre sur des éléments sortant du business plan. Les droits s'exercent par le principe de la double majorité, la majorité sur le total des actions, la majorité sur les actions de type A, ou tout simplement par un vote restreint aux actions de type A. Ces actions peuvent aussi ouvrir des droits de priorité à la liquidation de l'entreprise, avantage particulièrement intéressant lorsque les risques d'échecs sont élevés.

Les « actions de catégorie B » sont inaliénables pendant une période déterminée. Attribuées aux fondateurs, elles ont pour objectif de les maintenir dans le giron de l'entreprise.

La troisième catégorie d'actions est celle de type C. Elles n'offrent pas de pas de droits particuliers et ne posent pas d'obligations.

La catégorisation des actions indique également l'ordre dans le droit de préemption. Les actions de type A ont la priorité sur celles de type B qui l'ont sur celles de type C. Ainsi, les actionnaires de catégorie A ont la priorité d'achat envers un actionnaire appartenant à la troisième catégorie (un détenteur d'actions de type C), désireux de vendre ses actions.

Les pactes d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires a pour objectif de régler les relations extrastatutaires entre les actionnaires. Cette convention n'engage que les associés qui y ont souscrit. Elle s'établit sous seing privé.

Nous présentons tout d'abord les clauses habituellement rencontrées dans les pactes d'actionnaires avant d'aborder celles qui sont plus spécifiquement employées par les investisseurs en capitaux.

Les principales clauses des pactes d'actionnaires

Les clauses habituellement rencontrées dans les pactes d'actionnaires visent généralement à protéger l'actionnaire minoritaire.

- **Droit de préemption entre associés en cas de cession de parts** : cette clause s'applique lorsqu'un associé veut vendre ses parts, les autres actionnaires disposant alors d'un droit prioritaire sur le rachat des dites parts. Bien que cette clause puisse figurer dans le pacte d'actionnaires, il sera préférable de la mettre dans les statuts car elle est alors sanctionnée plus efficacement.
- **Sorties conjointes et proportionnelles** : cette clause, également appelée « **take along clause** », est présente dans la plupart des pactes car elle permet aux minoritaires de vendre leurs participations aux mêmes conditions que celles des majoritaires.

Les clauses suivantes sont généralement demandées par les financiers :

- **Le « trade sale »** : cette clause oblige les minoritaires à vendre leur participation si les majoritaires disposent d'une offre d'acquisition sur l'ensemble de l'entreprise.
- **Limitation de pouvoir** : cette clause vise à soumettre certaines décisions stratégiques, voire tout événement sortant du business plan ou des accords préalables convenus avec les minoritaires présents dans le capital de l'entreprise.

- **Droits à une information étendue** : cette clause oblige les dirigeants actionnaires à produire des sources d'informations complémentaires, par exemple des rapports bimensuels. Ces rapports comportent l'état d'avancement de la prospection et du carnet de commande, le compte d'exploitation, la trésorerie. La gestion de cette dernière prend aujourd'hui, et à raison, une place prépondérante. Elle se traduit par un contrôle de gestion devenu rigoureux. Cette clause figure souvent dans les statuts au bénéfice de tous les actionnaires.
- **La clause d'exclusivité** : cette clause stipule que la personne qui s'en voit frappée ne peut pas exercer une activité professionnelle dans une autre entreprise, même si elle n'est pas concurrente. Elle concerne plus particulièrement les scientifiques clé d'une équipe de recherche associée. Elle peut être complétée par une clause de non concurrence. Cette dernière garantit l'entreprise en cas de départ d'un homme clé vers une autre entreprise, quel que soit le motif de rupture. Pour être valide, la clause de non concurrence doit être limitée dans le temps et être définie dans une zone géographique.

La clause de collaboration exclusive

Les investisseurs accordent une place dominante à la clause d'engagement de collaboration exclusive avec l'entreprise. En effet, les investissements dans les entreprises de haute technologie portent en grande partie sur des personnes clés pour leur savoir technologique et commercial. Leur départ pour une autre entreprise après l'entrée au capital n'est pas souhaitable car il compromettrait l'évolution du projet.

Pour accroître la force de la clause d'engagement de collaboration exclusive, les investisseurs imposent aux fondateurs une obligation de conservation des titres pendant une durée déterminée, la période de «**lock-up**». De plus ils demandent aux fondateurs de s'engager sur une promesse de cession de leur participation à un prix décoté. Cette décote est progressivement réduite, avec par exemple 80 % au cours de la première année, 50 % au cours de la deuxième, 30 % au cours de la troisième. Les fondateurs s'opposent souvent à ce système de décote, car ils estiment que l'obligation de conservation des titres est suffisante pour garantir leur fidélité et leur maintien au sein de l'entreprise.

Principe des clauses d'anti-dilution « ratchet » et « full-ratchet »

Le droit prioritaire de souscription reconnu à chaque actionnaire permet de souscrire lors d'une augmentation de capital à un nombre d'actions nécessaire au maintien de la participation.

Grâce à la clause de « **ratchet** », l'investisseur renégocie son niveau de participation initiale si une nouvelle levée de fonds est réalisée sur la base d'une valorisation inférieure à celle qui avait été faite lors de son entrée au capital. Cette clause est exercée actuellement dans un grand nombre de cas notamment suite au dégonflement des valorisations des entreprises Internet. Les investisseurs initiaux constatent combien les valorisations initiales étaient disproportionnées par rapport à celles proposées aux nouveaux investisseurs. S'ils ne disposaient pas de la possibilité d'exercer cette clause, ils seraient exposés à de telles dilutions que la rentabilité de l'investissement serait négative. La clause de « **ratchet** » offre la possibilité de souscrire pour un montant symbolique à un nombre d'actions nouvellement émises. Cette clause s'accompagne essentiellement de la mise en place de Bons de souscription d'action, les BSA.

Un « **full ratchet** » a lieu lorsque les investisseurs requièrent l'application radicale de la clause de « **ratchet** » afin de bénéficier de la même valorisation que les nouveaux entrants.

Les instruments financiers dérivés et la géographie variable du capital

Les coûts de mandat et de dédouanement des instruments financiers

Les instruments financiers dérivés offrant la possibilité d'accès à terme au capital de l'entreprise permettent la mise en œuvre de mécanismes de partage des profits, « **profit sharing** ». Ces instruments confèrent à l'investisseur des droits sur le partage à terme des bénéfices mais aussi sur le contrôle de l'entreprise jusqu'à la prise de mesures qui peuvent amener à révoquer les dirigeants. Ces titres sont émis par l'entreprise après négociation avec les investisseurs et se déclinent principalement sous la forme :

- d'actions à bons de souscription d'actions, les ABSA,
- d'obligations convertibles, les OC,
- d'obligations remboursables en actions, les ORA.

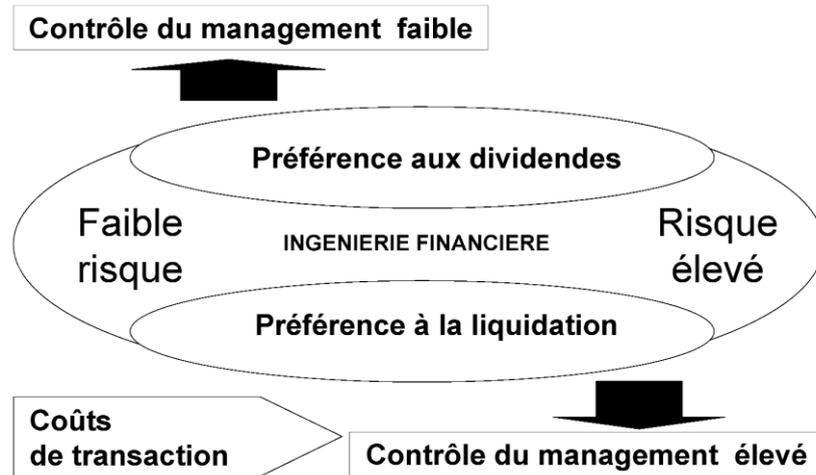
Nous examinerons les caractéristiques de ces différents instruments qui offrent aux investisseurs la possibilité de se prévenir contre des investissements infructueux. Les contrats n'étant pas normés, d'autres montages sont néanmoins possibles, « **tailored made investments** » et nous proposons d'en exposer les principes.

Les instruments de partage des profits permettent de valoriser le portefeuille d'un investisseur lorsque l'entreprise est performante et de couvrir son risque lorsque l'entreprise est défaillante. Néanmoins, l'obtention d'une telle flexibilité est génératrice de coûts de mandats qui sont croissants avec la complexité de l'instrument financier employé. Ces coûts découlent tout d'abord des efforts de négociation pour le rapprochement des parties et des frais d'assistance juridique pour la formulation du contrat. Ensuite, le contrat étant assimilable à une option de type « **call** », c'est-à-dire à une option d'achat, il implique le paiement d'une prime de risque. Celle-ci se traduit par exemple dans le cas de l'obligation convertible par des taux actuariels plus faibles en contrepartie d'un droit de conversion en fonction des résultats futurs. Enfin, les coûts de contrôle et de dédouanement qui découlent de la participation au conseil d'administration et de surveillance ainsi que des procédures de « reporting » (rapport d'activité mensuel, audits, expertises,...) sont également plus importants car ils nécessitent l'acquisition d'information lors d'étapes intermédiaires afin de vérifier si les objectifs ont été réalisés.

Séduisants, les instruments financiers dérivés impliquent un ensemble de coûts apparents et cachés non négligeables qui ont fait glisser la rentabilité des plus grands fonds d'investissement. En toutes circonstances, les coûts de dédouanement et de mandats sont supportés directement par les actionnaires. Le graphique ci-dessous indique que les coûts sont croissants avec la technicité du produit ou du marché et décroissant avec la maturité de l'entreprise. Pour une entreprise de haute technologie en phase de développement, les coûts peuvent grever la rentabilité de l'investissement au point qu'elle devienne négative. Si l'usage d'instruments financiers dérivés est nécessaire dans le capital-investissement, ils sont à utiliser avec grande précaution. Pour les projets risqués, le choix des instruments financiers privilégiera la couverture contre les risques de faillite et le contrôle actif des dirigeants. Pour les projets à faible risque, les

instruments financiers seront tournés vers les possibilités d'obtenir des dividendes et d'augmenter l'effet de levier financier tout en restant passif sur la gestion de l'entreprise.

Risque d'entreprise et choix des instruments financiers



Les obligations convertibles en actions – OC

Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA), les obligations convertibles (OC) et les bons de souscription d'actions (BSA) ont pour point commun de conférer à leur titulaire un droit d'acquisition ultérieure d'actions, que ce soit par conversion ou exercice de bons. Le contrat d'émission de ces titres prédétermine le prix auquel pourront être acquises les actions. Les titulaires de ces titres sont avantagés dans la mesure où ils n'ont pas l'obligation d'exercer leur droit de souscription ou de conversion.

En réalité, ces instruments dérivés, appelés également, « quasi fonds propres », ou « *hybrides* » ont une fonction de sanction de la non-réalisation des objectifs communément définis lors de l'investissement. Notamment, une obligation convertible (OC) en actions est une valeur mobilière qui donne à son détenteur le droit d'échanger ses obligations contre des actions selon une parité de conversion. Cette parité peut être variable en fonction d'objectifs prédéfinis. Les conditions sont alors fixées lors de l'émission.

La mise en œuvre des obligations convertibles est relativement simple et souple par rapport aux obligations remboursables en actions. Les OC assurent une rémunération intermédiaire et régulière pour l'investisseur sous la forme de coupons qui sont fiscalement déductibles pour l'entreprise. Les obligations convertibles ne peuvent être émises que par des entreprises en sociétés anonymes ayant achevé deux exercices à moins que l'émission ne soit garantie par un tiers. Notons qu'il est possible d'envisager l'émission d'obligations convertibles en certificats d'investissements. Cette opération correspond à un démembrement de l'action et impose l'émission du même nombre de droits de vote. Cependant, cette solution n'est que rarement retenue par les investisseurs car ils sont privés de leurs droits de vote.

Contenu du contrat d'émission d'une OC

- le montant de l’emprunt et la valeur nominale des obligations ;
- la durée de l’emprunt convertible. Dans les opérations de capital-risque la durée est en générale de trois à cinq ans avec une franchise de remboursement de deux à trois ans ;
- le taux d’intérêt facial et réel. Les investisseurs privilégient un taux relativement bas pour deux raisons : d’une part pour ne pas surcharger les coûts financiers de l’entreprise, d’autre part pour réaliser des plus-values en capital plus consistantes ;
- la période de conversion. La conversion peut être exercée à tout moment par le souscripteur pendant la durée de l’emprunt et avant chaque échéance d’amortissement, ou pendant une ou plusieurs périodes déterminées ;
- le taux de conversion. Il stipule la parité de conversion des obligations en actions (par exemple, une action pour trois obligations). Le taux de conversion est l’élément déterminant du contrat car il peut être variable en fonction des objectifs fixés et jouer par conséquent un rôle de sanction. Le taux est en général défini par les investisseurs en fonction d’indicateurs prévisionnels tels que l’EBITDA («Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ») ou l’EBIT («Earnings Before Interest and Taxes»). Par exemple, si l’entreprise génère un EBIT supérieur à 10 millions d’euros, une obligation sera convertie en une action et si l’EBIT est compris entre 2 et 10 millions d’euros, la parité sera de 2 actions pour une obligation. Ce mécanisme est incitatif pour l’entrepreneur car selon la parité l’investisseur peut aller jusqu’à prendre le contrôle de l’entreprise ;
- la prime de non-conversion. Elle est facultative mais elle est présente dans tous les contrats. La prime de non-conversion joue en cas de succès de l’entreprise. En effet, l’entrepreneur peut souhaiter la non-conversion des obligations afin d’éviter une prise de participation au capital de l’investisseur et donc son contrôle sur l’entreprise. En contrepartie de la plus-value non-réalisée par les capital-investisseurs par la non-conversion, l’entrepreneur versera une prime.

Les Scénarii de conversion

Les objectifs sont atteints : Lorsque l’entreprise a suivi son plan de développement et atteint ses objectifs, sa valeur s’en trouve augmentée. Sa capitalisation est supérieure et il devient plus intéressant de devenir actionnaire plutôt que de rester obligataire. Le porteur d’obligations convertibles convertira dans ce cas ses obligations pour les raisons suivantes :

- le porteur de l’obligation peut réaliser des plus-values en cédant ses actions,
- il peut espérer des perspectives de distribution de dividende supérieures aux intérêts,
- la conversion en actions émet un signal positif sur la qualité de l’entreprise lorsque les investisseurs restent « hands-off ». Elle permet de recourir plus facilement à l’endettement traditionnel pour financer la suite du projet et de bénéficier de l’effet de levier financier.

Les objectifs ne sont pas atteints : Dans le cas où l’entreprise connaît des pertes non anticipées, un plan de redressement est établi. Cela suppose un renforcement du contrôle des investisseurs extérieurs pour jouer un rôle actif. Les actionnaires et les possesseurs de créances assimilables à des fonds propres sont alors mobilisés. Les obligations sont converties en actions mais à une parité telle que les investisseurs en OC obtiennent la majorité et prennent le contrôle de

l'entreprise. Les investisseurs deviennent « hands-on » et réorganisent l'entreprise. A l'inverse des États Unis, les investisseurs français sont peu enclins à augmenter leurs participations dans une entreprise en défaillance pour la réorganiser. Lorsqu'ils ne fondent plus d'espoirs sur l'avenir de l'entreprise, ils préfèrent ne pas convertir leurs titres afin de rester en position d'obligataires et compter sur un remboursement de la dette, même partiel. En effet, le droit des procédures collectives (loi de 1985) n'est pas suffisamment incitatif pour soutenir ce risque.

Une opportunité de cession du porteur d'OC : Une occasion de céder entièrement ou partiellement ses actions à un industriel ou sur un marché boursier peut se présenter. Le porteur d'OC convertit ses obligations et cède ses actions pour réaliser une plus-value. *A contrario*, lorsque les perspectives de sortie du capital-investisseur sont trop lointaines ou non apparentes, il préférera ne pas convertir ses obligations.

Valeur paritaire d'une OC

Le produit du taux de conversion de l'OC par la valeur d'une action de l'entreprise indique la valeur d'une obligation qui serait convertie en actions. Cette valeur est également appelée « **parity value** ». A parité fixe, lorsque la valeur de l'action est élevée, il est dans l'intérêt de l'investisseur en capital de convertir ses obligations en actions. En revanche, lorsque la valeur de l'action est faible, il est préférable pour l'investisseur de ne pas convertir ses obligations et de continuer à percevoir le bénéfice des intérêts s'assurant ainsi d'une rémunération. Néanmoins, le risque de crédit est croissant au fur et à mesure que la valeur des actions décroît et qu'elle s'approche de la valeur des actifs.

Le refinancement de projet et l'emploi d'obligations convertibles

Nous abordons la problématique de l'emploi d'obligations convertibles dans le cadre du refinancement de projet par un cas d'application qui démontre l'intérêt de cet instrument financier.

L'entreprise « Distance Maintenance – DM- » a développé un système permettant de réaliser de la surveillance à distance de site de production. Le procédé permet d'éviter le déplacement d'un ingénieur sur le site puisque l'observation se fait sur la base d'images numériques transmises via Internet. Cette méthode d'observation est plébiscitée par les entreprises qui ont de nombreux sites de production à l'étranger.

Cependant les dirigeants de DM ont sous-évalué dans leur business plan le temps nécessaire à l'adoption de leur procédé du fait de la nécessité de convaincre et former les ingénieurs en maintenance industrielle. Il en résulte un chiffre d'affaires en retrait de 40 % par rapport aux prévisions, retardant le « *break-even* » de six mois environ. De plus les salaires ne pourront pas être réglés en fin du mois.

DM sollicite un « **bridge loan** ». C'est un prêt relais souscrit par l'entreprise auprès de son investisseur de référence dans l'attente de la levée de fonds. Une nouvelle étude du marché confirme les potentialités évaluées lors des investissements initiaux. Cette étude montre que le marché est appelé à se développer et que la concurrence n'est pas intense. La technologie est opérationnelle et les barrières à l'entrée sont importantes puisque deux années de développement ont été nécessaires à la création du logiciel et de la plate-forme d'expertise. Les « **due diligences** » donnent un excellent niveau de satisfaction des clients. L'activité suit une

croissance encourageante et c'est véritablement un problème de transition de marché vers l'intégration des nouvelles technologies de l'information dans la maintenance industrielle qui se pose ici. La signature d'un contrat de faisabilité de maintenance à distance des sites de production en Europe de l'Est pour un constructeur auto- mobile est un élément fort du dossier. Le contrat ne précise cependant pas l'échéance de la mise en place du procédé au sein de ce groupe en cas de démonstration positive. Démontrer la qualité des produits et services de DM au constructeur automobile entraînera des coûts importants pour l'entreprise qui aura alors recours à une seconde augmentation de capital. D'ici là, les investisseurs proposent de baisser drastiquement les charges, en vue d'atteindre rapidement le « *break-even* », en d'autres termes des cash-flow positifs. Ils évaluent donc le besoin de financement de la société pour les six mois à venir sur la base de prévisions pessimistes de chiffre d'affaires, et obtiennent un besoin de financement de 600 000 euros. Les modalités de cette opération de refinancement restent alors à être définies.

Tout d'abord, les investisseurs en capitaux souhaitent éviter d'investir dans l'entreprise par l'achat de nouvelles actions. Réaliser une augmentation en capital obligerait les investisseurs à fixer un niveau de valorisation de l'entreprise sans cohérence avec la qualité de la technologie développée et des perspectives de développement de marché. Une étude objective de la valorisation de l'entreprise a donné les résultats suivants :

- la valorisation pre-money (avant infusion de capitaux) du 1er tour était de 2,4 millions d'euros : le capital de la société étant composé de
- 4 800 000 actions dont la valeur unitaire est estimée à 0,50 euro ;
- le montant investi par les investisseurs en capitaux au 1er tour a été de 1,6 million d'euros, ce qui leur a donné en contrepartie 3 200 000 actions ;
- la valorisation post-money (après infusion de capitaux) du 1er tour était donc de 4 millions d'euros.

Les investisseurs détenaient donc 40 % du capital à l'issue du 1er tour. Cette valorisation était justifiée par les prévisions synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Compte de résultat sur la période de janvier à septembre 2001

En Ke	Prévu	Réalisé	Variation %
CA consolidé	2 320	1	– 31 %
Coûts directs	999	738	– 26 %
Coûts indirects	1 581	1	+ 11 %
Résultat d'exploitation	259	–	– 251 %

Compte tenu du recul du chiffre d'affaires, du retard du *breakeven* et d'un dépassement des charges dû à une gestion trop audacieuse, les investisseurs souhaitent sanctionner les dirigeants. Une nouvelle évaluation par les investisseurs conduit à un prix de l'action de 0,35 euro, soit une valorisation de l'entreprise à 2,8 millions d'euros.

Si les investisseurs en capitaux du 1er tour interviennent par une augmentation en capital de 600 000 euros sur la base d'une valorisation à 2,8 M€, ils devraient obtenir 1 714 285 nouvelles actions. Leur part du capital dépasse alors les 50 %.

Cependant, en dévalorisant l'entreprise, ils dévalorisent également les actions auxquelles ils ont

souscrit au 1^{er} tour de financement. Dans ce cas, ces actions ne valent plus que 0,35 €. Face à une telle situation, les investisseurs sont tenus de constater une moins-value de 30% sur leurs anciennes actions. Il n'est donc pas dans leur intérêt de réaliser une telle opération car elle contribuerait à la dévalorisation du fonds.

En revanche, l'analyse des nouvelles projections et la confiance accordée aux dirigeants de l'entreprise DM, laissent espérer une valorisation forte intéressante lorsque l'entreprise dégagera des résultats positifs. Cette valorisation attendue pour un 2nd tour dans des conditions bénéficiaires serait de 8 millions d'euros, soit un prix par action de 1 euro.

L'instrument financier qui répond au mieux à la problématique des investisseurs en capitaux du cas DM est l'obligation convertible. En effet, la souscription à des obligations convertibles n'oblige pas les investisseurs à fixer un prix par action immédiatement. Il n'en reste pas moins que la parité de conversion devra tout de même tenir compte du risque très important auquel s'exposent les investisseurs. Dans notre cas, la négociation a abouti, en accord avec les dirigeants de DM, à une décote de 30 % du prix de l'action lors du prochain tour de table en cas d'atteinte des objectifs. En cas d'échec des dirigeants à passer le breakeven d'ici six mois, les investisseurs pourront en revanche souscrire à un pool d'actions au nominal de 0,10 € leur attribuant le contrôle de l'entreprise.

Plus précisément, ils obtiendront 6 000 000 de nouvelles actions à 0,10 euro l'action, ce qui leur donnera un total de 9 200 000 actions sur les 14 000 000 émises par l'entreprise. Les investisseurs détiendront ainsi 66 % du capital de l'entreprise et seront en mesure de révoquer l'équipe dirigeante ou encore de tenter de vendre immédiatement leur participation. Ce montage avec des obligations convertibles permet aux investisseurs en capitaux de remplir plusieurs objectifs :

- l'entreprise peut poursuivre son activité, ce qui sauvegarde leur participation initiale ;
- l'entreprise devrait atteindre les objectifs pour réaliser un 2nd tour dans de bonnes conditions. Les investisseurs espèrent dans ce cas un TRI de 50 % sur leurs actions du 1^{er} tour, et une décote de 30 % sur les actions obtenues par conversion du *bridge loan* ;
- En cas d'échec des dirigeants à atteindre les objectifs fixés, les investisseurs prendront le contrôle de l'entreprise par simple conversion de leurs OC et seront en mesure de céder leurs parts après restructuration.

Les obligations remboursables en actions : ORA

À la différence de l'obligation convertible, l'ORA implique pour l'entreprise émettrice de rembourser l'obligation en actions sauf clause particulière applicable en cas de liquidation. Les actions destinées au remboursement des ORA sont émises à l'échéance contractuelle. Au même titre que les obligations convertibles, la parité de remboursement des obligations en actions est fonction des résultats. Cette parité est prévue dans le contrat d'émission. Ainsi, lorsque les résultats ne sont pas atteints, une moins bonne valorisation de l'entreprise pourra être compensée par l'attribution d'un nombre supérieur d'actions. Remarquons que l'ORA présente un inconvénient de taille majeur en comparaison des obligations convertibles : aussi faible que soit la valeur de l'action, la créance détenue par l'investisseur reste payable en actions. L'ORA ne dispose pas de la flexibilité d'une obligation convertible qui se comporte comme un instrument

financier optionnel permettant de conserver sa créance en cas de forte dévalorisation. Afin de compenser ce manque de flexibilité et donc une exposition à un risque plus important pour l'investisseur, la rentabilité attendue des détenteurs d'ORA est supérieure à celle des obligations convertibles. Si la rentabilité offerte aux obligataires est supérieure à celle des dividendes versés aux actionnaires, l'émission d'ORA reste intéressante parce qu'elles sont fiscalement déductibles. L'ORA est un instrument adapté au financement des entreprises peu risquées mais qui ont un besoin de trésorerie momentané et important et dont on sait qu'à moyen terme elles devront renforcer leurs fonds propres. De surcroît, l'ORA produit un « effet cosmétique » en renforçant immédiatement la structure financière de l'entreprise puisqu'elle reporte à une échéance ultérieure la dilution du capital.

Les bons de souscription d'actions et les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise : BSA et BSPCE

Les BSA ou bons autonomes sont également appelés bons secs ou bons indépendants car les bons ne sont rattachés à aucune valeur mobilière. Les bons donnent à son porteur uniquement le droit de souscrire à l'émission d'actions ou de certificats d'investissements. Les titres auxquels les bons donnent droit de souscrire doivent être émis dans un délai de cinq ans à compter de l'émission. L'émission précise le prix auquel les titres pourront être souscrits. Détenir des bons de souscription revient à être porteur d'une option d'achat d'actions. Ainsi, le droit d'acquérir des titres à un prix prédéterminé ne sera exercé que dans la mesure où la valeur de l'action est supérieure au prix d'achat stipulé par le bon. Les bons de souscription étant des valeurs mobilières cessibles, l'entrepreneur veillera à disposer d'un droit de préemption sur ces titres de telle manière qu'ils ne puissent pas être cédés à des tiers. En effet, la cession de tels titres peut changer la répartition du capital jusqu'à faire basculer la majorité. Ces titres feront par conséquent partie des valeurs mobilières incluses dans les protocoles d'actionnaires.

Un instrument de motivation

Les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) sont couramment employés comme un instrument de motivation des dirigeants à l'image des Stock-Options dans les pays anglo-saxons.

En effet, les capital-investisseurs s'engagent contractuellement à octroyer à un prix symbolique des BSPCE aux dirigeants si ces derniers atteignent les objectifs fixés (chiffres d'affaires, EBITDA, EBIT ou résultat net). C'est en exerçant leurs bons que les dirigeants souscrivent à l'augmentation de capital et renforcent leurs positions. Ils peuvent ainsi passer les caps de la minorité de blocage ou de la majorité, respectivement 33,34 % ou 50,01 %, ou encore des 66,67 % par compensation pour l'atteinte des objectifs réalisés. Non seulement les capital-investisseurs octroient des bons aux entrepreneurs, lorsque ceux-ci remplissent leurs objectifs, mais en plus ils n'exercent pas leurs BSA. Dans ce cadre on assiste à une dilution des titres détenus par les investisseurs qui voient leur importance diminuer dans l'entreprise au profit de ses créateurs.

Un instrument de sanction

Les BSA peuvent avoir un rôle de sanction. Si l'entreprise s'est trop éloignée de son plan de développement ou si les dirigeants n'ont pas atteint les objectifs fixés, aucun bon ne leur est octroyé. Dans ce cas, les capital-investisseurs exercent leur droit dans le but de prendre le contrôle de l'entreprise et de sanctionner les dirigeants ou de les révoquer.

Les échéances des BSA sont d'autant plus rapprochées que le projet est risqué. Le financement d'un projet se traduit par une succession de BSA. Évidemment, moins les objectifs sont atteints,

plus les dirigeants de l'entreprise perdent du capital de leur entreprise, pouvant à terme en perdre définitivement le contrôle. L'entreprise a une valeur plus grande à mesure que les objectifs sont atteints et les investisseurs une participation décroissante. *A contrario*, l'entreprise est d'autant moins valorisée qu'elle est dans l'incapacité d'atteindre les objectifs. L'investisseur possède alors une part qui est croissante avec la situation d'échec de l'entreprise.

Les actions et les obligations à bons de souscription d'actions – ABSA et OBSA

Lorsque des bons de souscription d'actions (BSA) sont attachés à des valeurs mobilières, les instruments de financement obtenus sont les suivants :

- les actions à bons de souscription d'actions,
- les obligations à bons de souscription d'actions.

L'entreprise qui émet des actions ou des obligations s'accompagnant d'une attribution de BSA offre à terme aux apporteurs de fonds un accès privilégié au capital de l'entreprise. Les porteurs de ces titres disposent d'une option de souscription à une seconde augmentation de capital.

Dans l'activité du capital-investissement, les ABSA trouvent avant tout leur emploi en tant qu'instruments de financement de l'entreprise par l'achat d'actions et comme instruments de motivation des dirigeants par les BSA qui permettent une répartition différée du capital en fonction des résultats. L'objectif de l'émission des BSA réside dans la répartition de la richesse créée par l'entreprise entre les financiers et les entrepreneurs. Cette richesse étant incertaine lors de l'émission des ABSA, le nombre de BSA est fixe mais leur répartition entre financiers et entrepreneurs est prédéterminée en fonction des résultats attendus. Dans le cas où les résultats obtenus répondent aux prévisions les plus optimistes, les financiers cèdent la totalité des BSA à un très faible prix (la valeur du nominal de l'action est généralement choisie). L'exercice des BSA par les fondateurs leur permet de gagner en contrôle sur l'entreprise. Dans ce contexte, l'exercice des BSA s'accompagne d'une dilution du capital et d'une perte partielle de contrôle de l'entreprise par les capital-investisseurs. Les résultats dégagés par l'entreprise offrent en contrepartie la possibilité aux investisseurs en capitaux de réaliser d'importantes plus-values par la cession des actions qu'ils détiennent.

Si les résultats attendus ne sont pas atteints, les capital-investisseurs exercent la totalité des BSA pour leur propre compte. Ils peuvent alors obtenir jusqu'à plus de 50 % de l'entreprise et en prendre le contrôle.

Par une répartition différée du capital en fonction des résultats, le mécanisme des ABSA permet de récompenser ou de sanctionner les dirigeants de façon graduelle suivant les niveaux de résultats attendus et prédéfinis. L'emploi des ABSA permet de prédéterminer un seuil maximal de détention d'actions par les investisseurs dans l'entreprise et constitue un outil de signalisation très efficace car il oblige l'entrepreneur à dévoiler la véritable qualité de son projet.

Les limites de l'intérêt des bons de souscription d'actions pour un entrepreneur résident dans la possibilité d'exercer ses BSA et de les vendre pour réaliser une plus-value. En effet, si les titres ne sont pas cotés, les actions de l'entreprise ne seront que très peu liquides. La situation est d'autant plus aggravée en présence d'un droit de préemption ou d'agrément au bénéfice des autres actionnaires. Il faut par conséquent envisager au moment de l'émission des bons une convention par laquelle l'entrepreneur-dirigeant a la garantie de pouvoir vendre tout ou partie de ses titres pour financer son opération et éventuellement un engagement d'achat de l'investisseur. L'emploi

de ces titres devrait être privilégié si une introduction en bourse est envisageable.

Valorisation des BSA et contrôle de l'entreprise

Rappelons que les montants apportés par les capital-investisseurs sont en général déterminés en fonction des besoins en financement de l'entreprise. La proportion du capital détenu par le capital-investisseur dans l'entreprise en contrepartie des montants apportés est égale à :

Nous pouvons également en déduire que la valorisation post-money équivaut au produit des montants apportés par les capital-investisseurs et du pourcentage du capital détenu par ces derniers. L'emploi de BSA impliquant à terme une géométrie variable du capital en fonction des revenus réalisés, le capital-investisseur négocie avec l'entrepreneur une valorisation maximale de l'entreprise en cas de réalisation des objectifs les plus optimistes. Cette négociation a pour but de fixer la proportion minimale de capital requise par le capital-investisseur lors de la prochaine augmentation en capital étant donné l'exercice des BSA par les entrepreneurs. La première étape consiste donc à déterminer la valeur haute de la valorisation de BSA.

Dans le cas où les résultats escomptés ne sont pas atteints, le capital-investisseur conserve et exerce la totalité des BSA lui donnant droit à une part déterminée du capital. Ainsi, pour se prévenir de l'échec du projet, une part du capital maximale destinée aux investisseurs en capitaux est prédéterminée pour une valorisation minimale de l'entreprise. La deuxième étape consiste donc à définir le niveau de valorisation faible des BSA. L'objectif pour le capital-investisseur est d'accéder au contrôle de l'entreprise pour un investissement marginal. En effet, le contrôle majoritaire de l'entreprise défailtante permettra au capital-investisseur de restructurer l'entreprise ou de faciliter sa cession à un tiers.

■ Motiver ou sanctionner avec les BSPCE et les stock-options

Les instruments financiers des plans incitatifs

Les plans incitatifs, «*incentive plan*», ont pour objectif de motiver les dirigeants mais aussi les salariés pour les projets les plus innovants. Ces acteurs-clés de la réussite de l'entreprise détiennent par leurs participations optionnelles un accès à terme à la propriété de l'entreprise et par conséquent aux bénéfices futurs. Le premier écueil rencontré dans l'élaboration d'un plan incitatif porte sur la durée. Dans tous les cas, les gestionnaires de l'entreprise doivent être intéressés sur une durée au moins égale à celle du temps de portage prévu par les investisseurs. Si la durée s'avère être trop courte, un dirigeant est tenté de mettre en œuvre des stratégies ou des actions dangereuses pour l'entreprise. Des ventes ou des partenariats s'accompagnant de transferts technologiques, des ventes à des clients incertains ou encore des surinvestissements dans des équipements de production sont autant d'actes qui valorisent l'entreprise sur le court terme et qui sont dévastateurs de valeur à moyen terme. Afin d'éviter ce type d'opération, les protagonistes sont contraints à une période d'inaliénabilité sur leurs titres de participation. On retiendra que dans le cadre d'activités de services, la durée sera de court terme (trois ans) pour motiver en premier lieu les ventes. *A contrario*, dans les secteurs où la recherche et le développement sont le cœur de métier et plus encore lorsque l'activité requiert de lourds investissements dans des actifs matériels et immatériels, les plans incitatifs portent sur de longues périodes allant jusqu'à cinq ans. Le tableau ci-après indique que les périodes sur

lesquelles portent les plans incitatifs d'entreprises cotées sur le Nouveau Marché s'échelonnent de deux à sept ans.

En France, les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise, BSPCE, BSCE ou BCE, ne sont pas conditionnés dans le temps, mais sur les résultats. Les actions auxquelles ils donnent lieu restent cependant inaliénables d'un point de vue fiscal car on perd les avantages liés à ces parts. Ces plans prennent deux formes différentes selon qu'il s'agit d'attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions. Quel que soit l'instrument financier employé, le détenteur de ces titres bénéficie du droit d'obtenir à terme des actions de l'entreprise à un prix fixé à l'avance. Les bons de souscription sont plus avantageux pour l'entreprise émettrice. En effet, elle augmente ses fonds propres sans créer de nouvelles charges alors que dans le cas des options d'achat, l'entreprise doit acheter le nombre équivalent d'actions nécessaires aux levées d'option, ce qui demande une immobilisation du capital qui ne sera récupéré qu'après la levée.

C'est le conseil d'administration qui détermine le nombre maximum d'options qui pourront être souscrites ou achetées pour les bénéficiaires ainsi que le prix d'achat ou de souscription et les modalités selon lesquelles les bénéficiaires pourront exercer leurs droits. Toutefois, le nombre d'options de souscription consenties mais non encore levées ne peut pas donner droit à souscrire un nombre d'actions excédant le tiers du capital social. Il n'y a pas de limite légale pour les options d'achat mais, en pratique, elles ne donnent pas droit à plus de 10 % du total des actions émises.

Valorisation des stock-options et des bons de souscription

L'ouverture des options est la date à partir de laquelle les options peuvent être levées ou exercées. Si les actions sont non cotées, le prix est fixé par l'assemblée générale ou sur délégation de celle-ci par le conseil d'administration ou le directoire. La valeur des titres est en général fixée au niveau de valorisation du dernier tour de table. Sinon, pour les entreprises cotées en bourse, le prix d'exercice, « **strike price** », est fixé lors de l'octroi des options en fonction du cours de cotation. Plus particulièrement, la réglementation indique que le prix doit être fixé au jour où l'option est consentie, c'est-à-dire le jour où le conseil d'administration ou le directoire arrête les conditions générales de l'offre. Si les actions sont cotées sur un marché réglementaire, le prix de souscription ou d'achat ne peut pas être inférieur à 80 % de la moyenne des cours cotés lors des 20 séances précédentes. Lorsque les titres ne sont pas cotés l'assemblée est libre de fixer comme elle l'entend les modalités de détermination du prix de souscription ou d'achat. Précisons enfin que le prix fixé par la souscription ou l'achat des actions ne peut pas être modifié pendant la durée de l'option à moins qu'au cours de cette période l'entreprise ne réalise des opérations financières nécessitant un ajustement du prix convenu à l'origine. Pour qu'un plan soit motivant pour un dirigeant, il faut qu'il y ait des perspectives de plus-values importantes, l'idéal étant que l'entreprise soit introduite en bourse au terme de l'option.

Les bénéficiaires de plans incitatifs sont les personnes suivantes :

- **les salariés.** Tous les salariés de l'entreprise peuvent obtenir des options, mais elles sont généralement accordées aux cadres ;
- **les mandataires sociaux.** Ce sont les dirigeants sociaux. Ils peuvent être les seuls à posséder

des options. En général les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance ne se voient pas attribuer d'options.

Les plans d'options sont refusés aux salariés ou mandataires sociaux qui détiennent plus de 10 % du capital social de l'entreprise. Par ailleurs, les options peuvent être consenties au personnel salarié des entreprises dont

50 % au moins du capital est détenu par une entreprise détenant elle-même au moins 50 % du capital de l'entreprise consentant les options. Il est également possible de consentir des options à des salariés ou dirigeants d'entreprises mères ou de filiales d'entreprise émettrice qui se trouvent à l'étranger. En pratique, l'Assemblée Générale délègue le pouvoir au conseil d'administration ou au directoire pour qu'il fixe la nature des options qui seront offertes, les conditions d'attribution de ces options et les modalités selon lesquelles elles pourront être exercées.

Dès que les bénéficiaires ont levé leurs options et qu'ils ont été inscrits en compte, ils peuvent exercer tous les droits et sont confrontés aux devoirs attachés aux actions qui leur sont attribuées : participer aux assemblées, voter,... Les actions sont librement cessibles dès la levée de l'option. Toutefois le conseil d'administration ou le directoire peut lever l'aliénabilité des actions (toujours avec un délai inférieur à trois ans à compter de la date de levée de l'option).

Dans les sociétés non cotées lorsqu'un bénéficiaire d'options veut revendre ses actions, il peut se trouver confronté à des problèmes de liquidité. Il est souvent prévu dans le règlement des plans qu'une personne ou un fonds commun constitué dans le cadre d'un plan d'épargne se portera acquéreur de toutes les actions revendues par les bénéficiaires ne désirant pas conserver les actions en question. Dans les sociétés cotées, les bénéficiaires d'options doivent prendre garde à ne pas s'exposer au risque du délit d'initié au moment où ils envisagent de revendre leurs actions.

Efficacité des plans incitatifs en stock-options sur la valorisation de la firme

Les fonds d'investissements et les grands actionnaires ont particulièrement encouragé ce mode de rémunération complémentaire en pensant qu'il pourrait réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle. Les plans de stock-options permettraient également aux entreprises de croissance d'attirer des talents à faibles coûts étant données des perspectives d'enrichissement sur la levée de stock-options en compensation d'un salaire plus modeste.

Les plans incitatifs en stock-options, «***executive stock option plan – ESOP***», sont-ils efficaces et permettent-ils d'obtenir une augmentation de la motivation des cadres dirigeants de l'entreprise? De nombreuses études se sont penchées sur ce thème pour mesurer l'impact des programmes incitatifs en actions sur la performance des entreprises. Selon Morgenson, les 200 plus grandes entreprises des États-Unis ont réservé en 1997 plus de 13 % de leurs actions pour rémunérer leurs managers, soit le double par rapport à 1990. On observe également que l'octroi de stocks options s'adresse à des dirigeants ou des personnes clés qui possédaient déjà des actions de l'entreprise.

La théorie moderne de la gestion de portefeuille indique qu'un dirigeant qui bénéficie de stock-options pourrait être conduit à les vendre, ou par équivalence, vendre d'autres actions qu'il posséderait déjà, dans le but de diversifier le risque non systématique associé à son portefeuille. Néanmoins, les dirigeants ne peuvent ni exercer, ni vendre leurs options à une personne de leur

choix.

Une étude publiée dans *The Journal of Finance* en juin 2000 décrit plus précisément les réactions des cadres dirigeants face à la gestion de leurs portefeuilles de titres. On observe deux forces qui s'opposent : d'une part les actionnaires qui cherchent à intensifier la relation entre la rémunération des dirigeants et la valorisation de l'entreprise et d'autre part la tendance des dirigeants à diversifier leurs actifs pour réduire le risque sectoriel, voire même le risque unique lié à l'entreprise. Il en résulte que les dirigeants possédant un grand nombre d'actions tendent à les vendre lorsqu'ils bénéficient de stock-options. En revanche, les dirigeants détenteurs d'un petit nombre d'actions ne les vendent pas après avoir obtenu leurs stock-options. Les dirigeants vendraient ainsi une large proportion d'actions en fonction du nombre de stock-options obtenues. Un dirigeant cherchant à se protéger du risque de non-diversification vendra en principe ses actions toujours en nombre inférieur à celui d'options reçues. Jensen & Murphy estiment en moyenne un ratio de couverture, « **hedge ratio** », de 0,6.

La divergence des observations entre grands et petits détenteurs d'actions implique qu'un comité de direction mette en œuvre un plan incitatif par stock-options pour motiver ses dirigeants jusqu'à une certaine limite, le « **threshold level** ». En effet, la vente massive d'actions par un dirigeant est susceptible d'émettre un signal négatif au marché. Ce dernier peut penser que le dirigeant perd confiance dans la qualité de son entreprise s'il est vendeur de ses actions.

Le mode de rémunération par stock-options serait donc mieux adapté aux dirigeants venant d'entrer récemment dans l'entreprise.