

RSE, gouvernance d'entreprise et choix d'endettement

Hubert de La Bruslerie

Volume 27, numéro 1, 2018

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1090169ar>

DOI : <https://doi.org/10.1522/revueot.v27n1.275>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Université du Québec à Chicoutimi

ISSN

1493-8871 (imprimé)

2564-2189 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

de La Bruslerie, H. (2018). RSE, gouvernance d'entreprise et choix d'endettement. *Revue Organisations & territoires*, 27(1), 29–41.
<https://doi.org/10.1522/revueot.v27n1.275>

Résumé de l'article

Nous distinguons un premier niveau de RSE, celui d'« accountability » ou encore de transparence. Ce concept est bien identifié par les comptables et les analystes de gouvernance d'entreprise. Cependant, la communication sur la RSE peut être elle-même utilisée de manière opportuniste. La notion de responsabilité est un mécanisme de gouvernance puissant qui renvoie à un dispositif juridique externe. Sa mise en oeuvre est complexe et nous montrons les limites d'une appréhension légale de la RSE au sein de la fonction-objectif de l'entreprise. Les voies de la régulation interne permettent d'intégrer directement les préoccupations de certaines parties prenantes. Nous le montrons en prenant l'exemple particulier des créanciers de l'entreprise et de la configuration de la relation d'agence entre ces derniers et les actionnaires contrôlants. Enfin, le rôle disciplinaire de la dette est conditionné par le niveau des taux d'intérêt et le contexte macroéconomique.

© Hubert de La Bruslerie, 2018



Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

<https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

é
rudit

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

<https://www.erudit.org/fr/>

Article publié dans le cadre du colloque *Gouvernance d'entreprise et développement durable : de la valeur actionnariale à la valeur partagée* organisé par le Laboratoire de recherche et d'intervention sur la gouvernance des organisations (LARIGO) de l'UQAC.



RSE, gouvernance d'entreprise et choix d'endettement

Hubert de La Bruslerie^a

RÉSUMÉ. Nous distinguons un premier niveau de RSE, celui d'« accountability » ou encore de transparence. Ce concept est bien identifié par les comptables et les analystes de gouvernance d'entreprise. Cependant, la communication sur la RSE peut être elle-même utilisée de manière opportuniste. La notion de responsabilité est un mécanisme de gouvernance puissant qui renvoie à un dispositif juridique externe. Sa mise en œuvre est complexe et nous montrons les limites d'une appréhension légale de la RSE au sein de la fonction-objectif de l'entreprise. Les voies de la régulation interne permettent d'intégrer directement les préoccupations de certaines parties prenantes. Nous le montrons en prenant l'exemple particulier des créanciers de l'entreprise et de la configuration de la relation d'agence entre ces derniers et les actionnaires contrôlants. Enfin, le rôle disciplinaire de la dette est conditionné par le niveau des taux d'intérêt et le contexte macroéconomique.

ABSTRACT. *A first level of governance is accountability and transparency. The delivery of Environmental, Social and Governance (ESG) information is a key mechanism to gauge the impact of the firm's decisions in these dimensions. However, the disclosure of ESG information may be opportunistic or biased. This is why a further step is to implement mechanisms of responsibility when the firm causes ESG damages. The legal definition of ESG responsibility is very complex and uneasy to define. A parallel way to implement third parties interest in the firm's decisions are internal governance mechanisms. We show it by analyzing the creditors' behavior. The agency relationship with creditors may be balanced with transfer of value to and from the controlling shareholders. At the end we recall the disciplinary role of debt is heavily conditioned by the macroeconomic and tax contexts.*

En 2011, la Commission Européenne a proposé une définition de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE ou l'acronyme CSR en anglais) en essayant de se dégager d'une approche en matière de contenu et de substance et en faisant référence à un périmètre formel qui est celui de la loi et de la réglementation : être socialement responsable signifie que l'entreprise assume une responsabilité en raison de son impact dans la société au-delà des contraintes légales. L'idée sous-jacente est qu'il y a une conscience des conséquences des actes au-delà du minimum requis tel que fixé par le cadre légal considéré à un moment donné.

Se tenir responsable suppose aussi une définition. Se considérer comme responsable « au-delà » du minimum ne peut faire référence à la stricte responsabilité juridique puisque la contrainte normative est satisfaite. Le premier niveau d'une responsabilité supplémentaire est celui d'informer et de *rendre compte* à ceux que l'on peut potentiellement impacter comme le pose la définition de l'Union européenne. C'est l'idée d'informer sur les conséquences. Le niveau d'ordre deux sera celui des dommages et du préjudice encouru par un tiers à mettre à la charge du responsable. Ce niveau d'ordre deux est assez complexe.

^a Professeur de finance, DRM Finance, Université Paris Dauphine

Nous centrerons notre analyse sur le premier niveau de RSE, c'est-à-dire celui d'« accountability » ou encore de transparence. Ce concept est un premier niveau de la RSE bien identifié par les comptables et les analystes de gouvernance d'entreprise. Cette dimension de l'information fait la distinction entre information volontaire et information obligatoire. Les deux types d'information peuvent cohabiter et posent la question de leur poids relatif. C'est une dimension dynamique, car les évolutions législatives ou réglementaires généralement augmentent le contenu et le périmètre de l'obligation d'information légale. Cela a été le cas en France avec la loi « Nouvelles régulations économiques » (loi NRE) du 15 mai 2001 qui contraint les entreprises cotées à diffuser un ensemble complet de données et d'informations sociales et environnementales dans le cadre de leur rapport annuel d'information.

En dire davantage est possible; il s'agit alors d'une information volontaire. Crifo et Forget (2015) ont dénombré que deux tiers des plus grandes entreprises dans les pays développés diffusent des informations sous forme d'un rapport sur le dispositif RSE de l'entreprise et sur ses actions en faveur du développement durable. Cela conduit à une interrogation sur l'efficacité de la régulation par la communication et la transparence. Nous développerons l'idée que la régulation interne par les contrats au sein de l'entreprise peut être tout aussi efficace.

Les développements suivants s'attacheront à montrer que la problématique RSE pose des difficultés particulières dans le cadre de la gouvernance d'entreprise, car elle utilise souvent le canal d'une communication manipulable (1). Dans un cadre d'analyse que nous avons appelé d'ordre deux, l'outil de régulation privilégié est, comme son nom l'indique, la notion de responsabilité. Celle-ci renvoie à un dispositif juridique qui est évolutif, mais externe (2). Les voies de la régulation interne ne peuvent être ignorées. En se recentrant sur l'entreprise et les conflits d'agence traditionnels entre apporteurs de capitaux nous souhaitons souligner le rôle particulier de la dette (3). Cela conduit à des interrogations sur le plan macroéconomique, car le rôle disciplinaire de l'endettement dépend directement du niveau des taux d'intérêt et du cadre fiscal

puisque la déductibilité des frais financiers est une caractéristique fondamentale de ce mode de financement (4).

1. La relation transparence–gouvernance par l'exemple de la RSE

1.1 L'hypothèse d'utilisation opportuniste de l'information RSE

L'obligation de transparence et d'information en matière environnementale, sociale et de gouvernance est le premier mécanisme régulateur. L'entreprise responsable rend compte de son action lorsqu'elle qu'elle impacte les domaines RSE. Ce mécanisme est fondé sur une première hypothèse : l'actionnariat dispersé atomistique et les marchés financiers développés favorisent et stimulent la transparence et l'information RSE. Les dirigeants d'entreprises doivent rendre des comptes, les pressions de la gouvernance actionnariale sont fortes et l'actionnaire externe est au cœur des préoccupations réglementaires (Labelle et Schatt, 2005). Dans cette vision très traditionnelle du conflit d'agence, les dirigeants doivent justifier qu'ils ne sont pas en situation de capture de valeur et d'« enracinement ». La logique de dédouanement les conduit à diffuser beaucoup d'information et notamment d'information de type RSE au-delà des contraintes minimales.

En poussant l'argument du dédouanement, Cespa et Cestone (2007) développent une théorie de l'« enracinement » managérial qui utilise particulièrement les stratégies RSE de l'entreprise comme outils de dédouanement et de préservation de leur situation pour justifier à l'égard des actionnaires leur inefficacité économique par des contraintes RSE. Ils recherchent l'appui politique de « stakeholders » contre les « shareholders ». Des transferts de valeur organisés par les managers au profit d'autres parties prenantes renforcent la situation des managers en les mettant à l'abri de menaces d'acquisition et du marché du contrôle. C'est une généralisation de l'analyse de Pagano et Volpin (2005) pour qui les transferts sous forme de rentes et de contrats à long terme aux employés et salariés (et au-delà à d'autres parties prenantes) sont un moyen de limiter en amont la profitabilité apparente et de pénaliser ainsi les gains espérés d'un éventuel « raider ».

Surroca et Tribo (2008) construisent une variable composite « enracinement » des managers pour vérifier empiriquement l'hypothèse de l'information RSE comme outil de dédouanement. Ils valident bien l'existence d'une relation positive entre cette variable muette « d'enracinement » et le score RSE. Cette étude met aussi en évidence le rôle significatif de la concentration de l'actionnariat qui ouvre la problématique sur les conflits d'agence de type II (avec les minoritaires) à côté des conflits d'agence de type I (liés aux dirigeants).

L'instrumentalisation opportuniste de la RSE en tant qu'outil de gestion des conflits d'agence est confirmée par Barnea et Rubin (2010). L'analyse de l'hypothèse d'opportunisme de la RSE est ici développée au profit des « insiders » (c'est-à-dire des managers et des actionnaires contrôlants). Les dépenses RSE sont exposées pour sécuriser la situation des « insiders » par rapport aux actionnaires minoritaires et de la masse des parties prenantes en les rémunérant symboliquement. L'objectif double est de sécuriser les bénéfices privés captés et d'améliorer la réputation des « insiders ». Le test est effectué sur un échantillon de 3 000 entreprises américaines en utilisant une variable muette entre firmes responsables (dites SR) et firmes irresponsables (SI). Une relation négative est mise en évidence : l'apparition de firmes SR est négativement liée à la taille du capital détenu par les actionnaires « insiders ». L'existence d'un actionnariat institutionnel n'exerce aucun effet. Comme il est ici difficile de mesurer l'effort d'investissement RSE de chaque entreprise, Barnea et Rubin utilisent comme indicateur de proxy le score RSE de l'entreprise avec l'hypothèse liée que le score RSE est fonction des dépenses RSE. La RSE est une manière de s'approprier la richesse actionnariale pour créer un effet d'« enracinement » et de réputation. La hausse du contrôle actionnarial induit, toutes choses égales, une baisse de la probabilité de l'entreprise d'être SR : un fort contrôle signifie un meilleur alignement d'intérêt et un moindre besoin de dédouanement.

Cela conduit à formuler une hypothèse opportuniste. Les activités RSE se déroulent dans un contexte d'expropriation par le groupe de contrôle. C'est l'hypothèse de la « bonne mine » (*warm-glow*) de Barnea et Rubin, le groupe contrôlant (actionnaires et dirigeants) va surinvestir en RSE pour se délier de son engagement envers les stakeholders...

Barnea et Rubin (2015) font intervenir le rôle conditionnant et disciplinaire de la dette : « *The capital structure of the firm may also influence the extent of a CSR conflict. Consistent with Jensen (1986) and Zweibel (1996), we conjecture that when firms have high interest payments, the ability of insiders to over-invest in CSR is limited. High debt levels should also induce creditors to play a more active monitoring role [...], which in turn may help to mitigate such conflicts* » (p. 72).

Cette relation avec l'endettement est mise en évidence dans leur étude où les entreprises peu responsables (dites SI) ont un levier d'endettement significativement supérieur à celui des entreprises responsables. La dette joue ici un rôle de contrainte financière qui limite le surinvestissement des « insiders » en RSE.

Il y a là un paradoxe qui repose sur des firmes supposées financièrement contraintes qui mettent en évidence un rôle disciplinaire de la dette dans un cadre de gouvernance permettant de lutter contre l'utilisation de dépenses RSE en tant qu'outil de dédouanement d'un comportement non optimal.

Une analyse opposée, plus idyllique, voit les dépenses de RSE comme des investissements à long terme utiles qui se traduisent par une amélioration de la profitabilité de l'entreprise. Les actionnaires laissent une latitude aux dirigeants pour engager des dépenses de RSE qu'ils ne peuvent apprécier eux-mêmes, car ils n'ont pas l'information et parce que les contrats sont incomplets (Crifo et Forget, 2015). Ils vont de manière efficace favoriser à bon escient les stakeholders, source de profitabilité à long terme. Cette optique laisse prévaloir la maximisation finale de la richesse de l'actionnaire. L'étude de Ferrell *et al.* (2014) va dans cette direction. Les auteurs soutiennent que les décisions de RSE dans la firme vont dans le sens d'une maximisation de la richesse des actionnaires. Elles sont définies de façon optimale par les dirigeants. Les dépenses de RSE ne sont donc pas l'illustration d'un conflit d'agence, mais un outil d'investissement. Le contexte d'optimalité des investissements RSE est propre à chaque entreprise et à chaque pays. C'est une hypothèse de convergence d'intérêts entre RSE et de maximisation de la richesse des actionnaires. On observe effectivement une détermination assez forte des contextes nationaux et légaux sur les scores RSE.

La complexité de l'analyse est qu'il peut y avoir manifestation conjointe de l'hypothèse d'opportunisme – « enracinement » du groupe de contrôle et de l'hypothèse de convergence d'intérêts. Les deux effets vont rendre complexe la relation entre concentration du capital et niveau de RSE. Ferrell *et al.* (2014) identifient une relation non monotone entre concentration du capital du contrôlant et score RSE considéré comme un proxy de dépenses RSE. Le coefficient linéaire de la part de capital est significatif et négatif, mais le coefficient du terme au carré est positif. Ce constat conduit à retenir la prévalence conjointe des deux mécanismes d'extraction opportuniste et de convergence d'intérêts.

1.2 La RSE et la communication explicite

La communication d'activités RSE, et donc les dépenses RSE, est à inscrire dans la politique générale de communication de l'entreprise. Il s'agit ici d'analyser la communication volontaire et opportune d'informations RSE dans une stratégie de communication de l'entreprise. Dans le cadre d'une information obligatoire, le formalisme dominant est celui du rapport annuel qui introduit une périodicité fixe. C'est le média historique de la communication RSE standardisée et noyée dans une masse d'autres informations financières (Zeghal et Ahmed, 1990; Campbell *et al.*, 2003). Le choix du « timing », c'est-à-dire la volonté de recourir à une divulgation volontaire sur un contenu choisi, fait partie de la communication RSE et est un outil de la stratégie de communication de l'entreprise. Les informations sociales et environnementales sont très souvent diffusées sous la forme de communiqués de presse, d'annonces sur le site Internet ou par l'intermédiaire des réseaux sociaux de communication (Cormier *et al.*, 2006; Jose et Lee, 2007). L'utilisation opportuniste du moment adéquat doit être prise en compte, de la même manière qu'une entreprise diffuse des « alertes » ou des annonces de résultats au moment le plus opportun pour elle. Il existe une asymétrie bien identifiée des décisions de diffusion, avec une diffusion de mauvaises nouvelles qui se fait souvent en grappes au milieu d'un train de mauvaises nouvelles sur le marché, et la diffusion de bonnes nouvelles que l'entreprise essaye de singulariser au milieu d'un bruit informationnel d'ensemble (Crifo et Forget, 2015).

L'utilité de l'outil de communication RSE croît avec la taille de l'entreprise. Le lien niveau de RSE et visibilité a été mis en évidence dans plusieurs études (Margolis et Walsh, 2001). Il existe un nombre croissant d'entreprises qui font de la RSE et le font savoir. C'est l'accusation de « greenwashing » définie comme correspondant à des pratiques visant à tromper le consommateur ou l'investisseur par la diffusion d'une information RSE positive et la rétention d'informations négatives sur la performance réelle d'un point de vue social et environnemental. Cela suggère que l'information RSE, notamment l'information volontaire, suit la même logique que la manipulation d'information et qu'il existe une manipulation de prévisions de bénéfices. L'entreprise responsable est celle qui évite la manipulation opportuniste de l'information dans des choix stratégiques de communication (Kim *et al.*, 2012). Cependant, Prior *et al.* (2008) confirment empiriquement la vision opportuniste. L'information RSE volontaire masque des performances économiques décevantes et est liée à l'existence de pratiques de gestion des résultats prévisionnels de l'entreprise (« earning management »). Le test est effectué sur un échantillon international de 593 entreprises et est en contradiction avec ceux de Kim *et al.* (2012). Petit (2013) soutient aussi l'idée d'une diffusion stratégique de l'information RSE. Les nouvelles RSE servent à contrebalancer des nouvelles ayant un contenu négatif dans un autre champ. Sont aussi identifiées des stratégies de « contre-attaque » ou d'imitation qui expliquent le caractère « en grappe » de la diffusion d'informations RSE au sein d'un secteur industriel (Tse et Tucker, 2010). L'entreprise imite alors ses concurrents dans le « timing » de diffusion de l'information RSE.

La question inquiétante qui surgit est l'absence de limitation et de contre-pouvoir par rapport à ces logiques ou ces dérives. La seule limite à la communication est celle de la crédibilité et de la réputation de l'émetteur. C'est pauvre, car elle suppose pour le destinataire d'information ou l'analyste externe qu'ils puissent jouir d'indépendance et de compétence.

La RSE, non pas en tant que contenu, mais en tant qu'objet d'information véhiculé, prête flanc à la critique, comme toute information véhiculée par un émetteur stratège (entreprise, gouvernement,

syndicat...). À côté d'une communication externe qui peut construire des signaux biaisés ou manipulés, peut-on articuler une gouvernance sur des signaux moins suspects? Existe-t-il des forces d'autorégulation autres que la crédibilité de l'émetteur d'information?

La gouvernance n'est pas qu'un affichage, mais une série de contrats implicites qui suivent une dynamique. L'objectif de notre contribution est de rappeler que le niveau d'endettement de l'entreprise est une variable de régulation au cœur de plusieurs conflits d'agence. En tant que tel, c'est un outil, mais aussi un signal émis à destination de tiers qu'il est intéressant d'observer et de suivre.

2. Les modes traditionnels de régulation par la responsabilité

Le mécanisme régulateur d'ordre deux est celui de la responsabilité juridique. Il permet en théorie de définir un engagement RSE et de sanctionner les manquements.

2.1 Les limites de la voie légale

Puisque les entreprises ne font pas assez de RSE, on va les contraindre de manière subtile : il suffit d'inclure la RSE dans ses objectifs légaux. Si elle ne respecte pas ses nouveaux objectifs, le tribunal tranchera. Il suffisait d'y penser, s'exclame-t-on au pays de Descartes et de Jarry.

Ainsi se déroule une lourde machine juridique qui vient revisiter la notion d'intérêt social et qui veut la conjuguer avec l'intérêt des actionnaires.

Le point de départ est l'article 1832 du Code civil français, applicable à toutes les sociétés civiles et commerciales, lequel stipule que « la société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter ». Le contrat de société n'a ainsi qu'un seul but et un seul destinataire : partager les bénéfices entre les associés. L'article 1833 du Code civil précise que « toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés ». Ce texte conforte l'idée que la société est constituée dans un intérêt commun, mais qui est celui des seuls associés.

Il faut élargir cette analyse et ajouter la notion d'intérêt social, c'est-à-dire l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même (notion identifiée par le rapport Vienot et la jurisprudence), suivant en cela les travaux de juristes français particulièrement brillants et méconnus (Rippert 1951, Champaud 1962). Cette distinction vise à réintégrer l'existence d'objectifs propres distincts de ceux des actionnaires.

Le rapport sur le « rôle sociétal de l'entreprise » du Club des juristes (avril 2018) propose de rendre légal un objectif de l'entreprise qui inclut, au-delà des actionnaires, les intérêts des parties prenantes et la dimension RSE. La volonté est d'aller au-delà de l'imposition simple de contraintes. L'« attitude du législateur a consisté à vouloir définir, à la place des entreprises, ce que devait être leur rôle sociétal en multipliant les contraintes pour l'entreprise » (Club des juristes, 2018, p. 58). Mais ce n'est pas assez, car il faut changer le logiciel de l'entreprise.

Selon le Club des juristes, il ne s'agit plus d'imposer des contraintes à l'entreprise; il s'agit, au contraire, de modifier le but même de son activité en mettant de l'avant « le projet d'entreprise qu'elle doit poursuivre et réaliser ». (p. 59). Cette formulation est inquiétante. Comment ne pas penser à Rousseau du Contrat social : « On le contraindra à être libre! »

La méthode est simple même s'il y a des querelles infinies de vocabulaire : faire évoluer les articles 1832 et 1833 en y intégrant l'intérêt social qu'il faut définir en substance : c'est-à-dire les parties prenantes avec lesquelles les échanges ont un fort contenu RSE en plus d'une dimension économique. C'est le moyen de faire accéder la responsabilité RSE au statut d'objectif légal et de lui faire bénéficier de la force normative des textes et de la force symbolique de la loi.

La RSE est singulièrement mal partie si elle se fonde sur une confusion morale. Pour Robé (2009), l'appréhension de la RSE comme bonne volonté, au-delà d'un minimum à satisfaire, ne peut reposer sur « les seules forces de police de la morale kantienne » (p. 3). S'il y a des 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.

C'est le chemin choisi dans le cadre du projet de Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) en discussion en

France depuis 2017. Il faut repenser et définir « l'utilité sociale » de l'entreprise selon M. Le Maire, ministre de l'Économie. Un rapport en ce sens intitulé « Entreprise et intérêt général », rédigé par Mme N. Notat (présidente de Vigeo Eiris) et M. J.-D. Senard (président du groupe Michelin) a été rendu public le 9 mars 2018.

La voie législative est-elle la meilleure pour reconnaître juridiquement une responsabilité élargie et un objectif commun à une pluralité de parties prenantes? Rien n'est moins sûr.

On bute toujours sur la définition en substance des impératifs RSE. La jurisprudence peut certes s'en charger, mais c'est laisser le débat être tranché par des juges à la compétence inégale en matière d'entreprise.

Le passage par un statut légal conféré à la RSE est une voie lourde, sans finesse, source d'aléas judiciaires et d'insécurité juridique.

2.2 Les limites de la carotte

Si le bâton n'est pas le plus efficace, peut-être faut-il envisager la carotte?

« 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 d'ailleurs pas une évidence scientifique démontrée, même en utilisant la valeur partenariale comme mesure (Margolis et Walsh, 2001).

Fondamentalement, la RSE revient à réinternaliser des externalités. Or, la RSE 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 conduit celle-ci, 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 pour mettre en place un dispositif régulateur.

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, à l'égard de l'environnement par exemple.

2.3 Les modes d'élargissement de la responsabilité

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. 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 RSE ne peut être ignorée au motif que ce concept reste un peu flou. Les développements qui suivent proposent 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.

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 économiques avec la société soient parfaits et que; (b) l'univers de contraintes normatives soit aussi parfait en internalisant au moyen de contraintes impératives l'ensemble des externalités négatives. En revanche, si l'indicateur de valeur actionnariale est biaisé, par exemple, par les dirigeants qui développent une externalisation systématique des coûts ou qui font preuve d'opportunisme, la transitivité du processus de gestion n'existe plus.

Le vieil article 1384 du Code civil napoléonien ouvre une piste pour définir une responsabilité élargie : « On est responsable non seulement du dommage que l'on cause par son propre fait, mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre [...] Les maîtres et les commettants, du dommage causé par leurs domestiques et préposés dans les fonctions auxquelles ils les ont employés [...] ». Par parallélisme de raisonnement, l'actionnaire dominant ne devient-il pas responsable des dégâts et dommages

causés par les employés de l'entreprise dans leurs fonctions et donc par l'action de l'entreprise?

Les origines du droit de la responsabilité méritent une exégèse en se reportant, par exemple, au célèbre article 1382 du Code civil français (dorénavant art. 1240). 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. Cette action cause un dommage, engage une responsabilité et fonde une réparation. 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-à-dire rendre compte de son action dès lors qu'il y a maîtrise de choses qui peuvent être sources de dommages.

En matière de 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 double : les externalités des décisions économiques sont croissantes dans les sociétés postindustrielles, et la structure de pouvoir fait ressortir le rôle central du groupe des actionnaires contrôlants (Champaud, 1962, 1993).

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 dégèrent en hypocrisie et jeux d'apparence.

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. La société de capitaux est celle où par définition les actionnaires ne sont tenus qu'à hauteur de leurs apports financiers. Pour les rendre pleinement responsables, il faudrait 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 RSE élargit le champ de la responsabilité de l'entreprise par rapport aux conséquences directes ou indirectes de ses décisions. Le mécanisme de réinternalisation de la RSE est celui de la responsabilité juridique à la suite des dommages causés. Le périmètre juridique est celui des intérêts affectés même lorsqu'ils sont non contractualisés avec des tiers. En allant plus loin pour faire remonter la responsabilité aux décideurs, il existe la voie de la responsabilité pénale. Cette voie, qui contraint davantage, est terrible dans ses conséquences et il faut l'utiliser avec précaution. La responsabilité personnelle du dirigeant pour abus de biens sociaux ou pour mise en danger de la vie d'autrui est une arme lourde un peu trop massive. Elle pose des problèmes d'arbitraire et d'effet contre-productif. Une petite association non gouvernementale peut ainsi disposer d'un pouvoir de nuisance au nom de la RSE qui peut servir en fait à monnayer son rapport de force. La technique juridique est ici importante et renvoie aux règles du droit. Il existe ainsi en France depuis 1994 la possibilité de mettre en cause pénalement non seulement les personnes physiques, mais aussi les personnes morales (art. 121-2 du Code pénal français). En Amérique du Nord, les possibilités de « class action » sont aussi des outils judiciaires puissants.

La gouvernance externe s'articule ainsi sur les mécanismes régulateurs extrêmement forts de la responsabilité élargie de l'actionnaire dominant. C'est un chemin lourd qui réclame une possibilité

de sanction externe : le plus souvent celle du juge. Nous ne poursuivons pas cette voie de la gouvernance externe qui nécessite l'intervention de tiers départageant. Nous souhaitons rappeler qu'il existe des mécanismes internes de régulation qui sont bilatéraux et peut-être aussi puissants et efficaces. Ils sont discrets, car ils se nichent dans l'équilibre du lien contractuel qui s'établit entre deux acteurs.

3. Le rôle de la dette dans les conflits d'agence

Cette partie se focalise sur une partie prenante importante, les créanciers, et sur la manière dont des mécanismes de gouvernance internes peuvent intégrer leurs préoccupations. La question des créanciers s'est rapidement posée dans le schéma de base du conflit entre actionnaires, considérés comme un groupe uni et homogène, et dirigeants. Un large courant de la littérature a identifié que les choix de structure de capital intègrent des problèmes d'agence et sont sensibles aux coûts d'agence supportés/reportés entre bailleurs de fonds. Résumée par Dewatripont et Tirole (1994), l'idée remonte à Jensen (1976) qui avance que « la structure de capital est un outil disciplinaire pour les dirigeants et en même temps un dispositif incitatif pour les financeurs extérieurs » (p. 1049). Les apporteurs de fonds sont aussi bien les actionnaires que les créanciers. Les actionnaires bénéficient d'un effet de levier d'endettement. Pour leur part, les créanciers sont exposés à un risque de défaillance de l'entreprise et à des pertes financières.

La concentration de la propriété et du contrôle ont une incidence sur les choix de structure financière. Les bénéfices privés sont une incitation qui découle d'un contrat de contrôle implicite entre les majoritaires et les minoritaires. Ces aspects sont étudiés dans la littérature de la gouvernance financière (Faccio *et al.*, 2010; He, 2011; Liu et Tian, 2012). Morellec *et al.* (2017) fournissent une contribution récente qui va au-delà puisqu'ils intègrent les conflits d'intérêts entre actionnaires et avec celui des créanciers.

La première direction de recherche sur le rôle de la dette s'est développée à partir de la notion de bénéfices privés. Des bénéfices privés sont prélevés par les dirigeants qui par leur pouvoir discrétionnaire et sans investir en capital peuvent dériver une partie de la valeur créée (Dewatripont et Tirole, 1994; DeMarzo et Sannikov, 2006; DeMarzo et

Fishman, 2007; Lambrecht et Myers, 2008). Le résultat en est que les bénéfices privés sont endogènes dans ces conflits et interfèrent avec la structure financière. Depuis Jensen (1976), le rôle disciplinaire de la dette est connu : il consiste à contraindre le free cash-flow et à limiter la capacité de décision des dirigeants. À l'opposé, l'utilisation de l'endettement permet la mise en œuvre de ressources économiques supplémentaires sans la contrainte de financement des actionnaires. L'endettement donne un pouvoir économique plus grand.

Le concept de bénéfices privés a été étendu aux actionnaires contrôlants (La Porta *et al.* 1998, 1999, 2000) au-delà de la simple notion d'avantages appropriés par les dirigeants. La dette est le même outil pour limiter l'appropriation de richesse par les managers comme par l'actionnaire contrôlant. Le conflit d'agence spécifique entre actionnaires contrôlants et actionnaires minoritaires se traduit par la captation de bénéfices privés. La dette est un mécanisme de levier et d'incitation en développant le pouvoir de contrôle sur les actifs économiques et en facilitant la circulation de cash-flow au sein d'un groupe (Claessens *et al.*, 2002; Paligorova et Xu, 2012; Buchuk *et al.*, 2014; Qian et Yeung, 2014). En présence d'endettement, les actionnaires, mais aussi les créanciers, sont exposés à un risque financier spécifique qui est celui de la détresse financière. Le risque de défaillance et de perte en cas de liquidation de l'entreprise est intégré aussi bien par les créanciers que par les actionnaires; il va peser sur l'appropriation de bénéfices privés. En particulier, la liquidation de l'entreprise fait perdre davantage aux actionnaires contrôlants qu'aux minoritaires puisque dans une optique de long terme ils perdent la rente du contrôle. L'endettement est donc à la fois un mécanisme d'appropriation de bénéfices privés, mais aussi de régulation et de discipline de ceux-ci. Il rend le schéma d'agence plus complexe, car celui-ci ne se déroule plus seulement entre deux parties, mais trois : l'actionnaire contrôlant, les minoritaires et les créanciers (He, 2011).

Myers (1977) a identifié le problème de « debt overhang » dans le contexte de choix d'investissement. Les actionnaires peuvent refuser de financer un investissement profitable si cet investissement se traduit par un accroissement de la valeur de la dette existante. Dans ce cas de figure, les créanciers capturent de manière indue une partie de la valeur

créée alors que les actionnaires supportent le coût de l'investissement et son risque spécifique. Cela conduit donc à des situations de sous-investissement. Ce problème essentiel de gouvernance a été réinterprété par He (2011) dans le contexte général d'un « effort » plutôt que d'un sous-investissement. L'idée est très semblable et repose sur le fait qu'un accroissement de la valeur de la dette existante consécutif à un effort des actionnaires agit comme une taxe et réduit l'incitation à entreprendre des efforts pour augmenter globalement la valeur de la firme.

L'endettement est un outil sophistiqué, car c'est un outil disciplinaire pour les actionnaires contrôlants, mais au même moment, les actionnaires minoritaires, pour éviter un phénomène de hold-up en cas de création de valeur par l'entreprise, vont avoir tendance à ne pas exagérer le recours à l'endettement. Il faut donc baliser l'usage d'un outil disciplinaire. La prise en compte d'un mécanisme de « hold-up » est indispensable pour construire le dispositif de régulation d'un conflit d'agence à trois parties. Par « hold-up » on entend l'appropriation par les créanciers existants d'une partie de la création de la valeur découlant de l'incitation d'actionnaires stimulés par l'appropriation de bénéfices privés. Ce « hold-up » est un pur transfert de valeur indu, car il ne découle pas d'une action particulière des créanciers.

Dans un modèle théorique, La Bruslerie (2016, 2017) analyse l'effet à double sens de la dette comme outil disciplinaire « standard » pour les actionnaires contrôlants, mais aussi comme outil de transfert de valeur vers les créanciers. Il met en évidence des logiques d'autorégulation et d'autolimitation. La construction d'un contrat de contrôle implicite qui se traduit par des bénéfices privés est centrale, car ceux-ci ont un rôle incitatif. Cependant, la création de valeur fait entrer en jeu dans l'équilibre global les créanciers qui profitent d'un effet « hold-up ». Cette analyse est menée dans un modèle considérant le passif de l'entreprise comme une option, ce qui justifie le recours à un cadre risque-neutre comme Liu et Miao (2006), DeMarzo et Fishman (2007), Morellec *et al.* (2012), ou Morellec *et al.* (2017). La modélisation suit Leland (1994), He (2011), Barsotti *et al.* (2012), Morellec *et al.* (2012), Attaoui et Poncet (2013), et Morellec *et al.* (2017) qui introduisent un schéma dynamique avec un risque de défaillance qui se manifeste par rapport au paiement du flux de coupon lié à une dette perpé-

tuelle. Contrairement à la littérature, les bénéfices privés sont considérés comme endogènes et non comme exogènes. Ils sont à la fois la manifestation d'un conflit d'agence, mais aussi le moyen de le résoudre. Il est montré qu'une augmentation de l'endettement est une réponse au risque de « hold-up » des créanciers. Cette décision aux effets induits peut conduire à une autolimitation des bénéfices privés de la part de l'actionnaire contrôlant.

La dynamique du levier d'endettement au niveau de la cible a été assez rarement étudiée dans la littérature. Kim et McConnel (1977) ont montré que les leviers d'endettement des entreprises fusionnées augmentent après l'acquisition. Müller et Panunzi (2004) ont décrit le rôle de filiales spécifiques chargées de s'endetter pour une acquisition. Une fois celle-ci réalisée, la filiale est fusionnée avec la cible ce qui revient à l'endetter massivement. Ce mécanisme est semblable à celui d'une dilution, et il a été identifié par Grossman et Hart pour expliquer un succès après l'annonce d'une acquisition. Le mécanisme de Müller et Panunzi concerne essentiellement les cibles non cotées.

D'un point de vue pratique, cette dynamique de comportement peut apparaître lors d'événements qui introduisent une rupture stratégique et organisationnelle. C'est le cas des entreprises cibles acquises après une opération de fusion-acquisition (F&A). Ces cibles survivantes, c'est-à-dire non fusionnées, ont toujours des créanciers à leur passif. La dynamique de la dette des cibles acquises a été peu analysée. Israel (1991) reconnaît explicitement que la cible peut capturer une part du gain d'acquisition. Le rôle des créanciers de la cible et son niveau d'endettement sont dès lors importants. Billett (1996) montre que les créanciers de la cible bénéficient d'une sorte de « coassurance » du groupe après l'acquisition. Cet effet de « coassurance » ou les gains d'acquisition apparents au niveau de la cible constituent un transfert de valeur, surtout dans un contexte de « debt overhang » (He, 2011). Un test empirique (La Bruslerie, 2018) montre que :

- La réalisation d'une acquisition introduit une rupture dans les choix d'investissement de la cible acquise. De nouvelles ressources sont investies et la profitabilité augmente.
- Le levier d'endettement s'accroît pour limiter le phénomène de « hold-up » et rapatrier une partie du transfert de valeur vers les actionnaires en

exposant les créanciers à un risque de défaillance plus élevé. L'augmentation du levier est liée à l'accroissement de profitabilité de la cible acquise.

- L'accroissement de la valeur de l'action de la cible après l'opération est dû à un faisceau de raisons. Cependant, le canal de l'endettement apparaît particulièrement fort dans les pays de « common law ». Ce constat signifie que les problèmes de gouvernance entre créanciers et actionnaires contrôlants sont particulièrement importants dans ces pays. Le contexte légal stimule les actionnaires à réagir et à éviter les phénomènes de « hold-up » à la suite d'une acquisition. Nous pouvons relier cette situation à l'absence de règle d'égalité de traitement des actionnaires de la cible en cas de F&A telle qu'elle existe en Europe.

4. Sur le plan macroéconomique, vers une restauration du rôle disciplinaire de la dette?

La mise en cause de l'effet de levier provient du constat d'un endettement excessif 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 entreprises sont-elles trop endettées? L'endettement bancaire et financier des entreprises françaises est en hausse et se situe à 90 % du PIB en 2016. Est-ce l'indication d'une volonté de faire le plein avant une future hausse des taux? Sans doute, c'est ce qu'indique la part croissante des liquidités détenues à l'actif de ces mêmes entreprises qui s'élève toujours en 2016 à un niveau record de 25 % du PIB.

Notre époque est celle de taux d'intérêt désespérément bas. Tout cela favorise durablement des comportements d'aubaine d'endettement et une hausse des cours boursiers. La formule du coût moyen pondéré du capital nous enseigne que la baisse des taux d'intérêt entraîne mécaniquement la baisse du coût du capital et une meilleure valorisation boursière des entreprises, cela toutes choses égales.

Cette situation de dette facile connaît actuellement un revirement assez marqué. La cause n'en est pas l'abandon des politiques monétaires de Quantitative Easing qui est déjà en cours aux États-Unis avec des taux

souverains à long terme qui reviennent à 2,6 %. Cette remise en ordre économique s'accompagne d'une inflation de 2 %. Elle signe enfin le retour à des taux réels positifs qui rappellent une évidence simple : la dette est une source de financement qui a un coût réel qui vient affecter la rentabilité économique des investissements. La Banque centrale européenne (BCE) est très en retard, car les taux réels restent négatifs en zone euro; ils constituent toujours la meilleure incitation à un endettement massif. On peut donc dire que le premier corrupteur actuel en faveur d'un endettement excessif s'appelle la BCE (ou la Banque centrale du Japon). La Réserve fédérale des États-Unis (Fed) est sortie du club.

Tout se passe comme si, ne pouvant agir sur la politique monétaire, les gouvernements agissent par la politique fiscale pour éviter une subvention massive à l'endettement qui peut biaiser les comportements des entreprises. Un volet des mesures fiscales dites « Trump » aux États-Unis a été passé sous silence : il s'agit de la limitation de la déductibilité des intérêts par les entreprises. Les États-Unis sont le troisième grand pays à limiter par un mécanisme clair et franc la déductibilité fiscale des frais financiers. Le dispositif est semblable à celui déjà effectif en Allemagne : il y a refus de déductibilité dès que les frais financiers dépassent 30 % de l'excédent brut d'exploitation (EBE). La volonté est claire de pénaliser les comportements en faveur de l'endettement.

Le « rabot » de déductibilité des frais financiers appliqué en France (art. 212bis du Code général des impôts (CGI)) est différent : les charges financières nettes ne sont déductibles qu'à hauteur de 75 % de leur montant. Par ailleurs, la notion de sous-capitalisation mise en œuvre en France fait référence à un ratio de frais financiers versés à des sociétés liées qui ne doit pas être supérieur à 25 % de l'EBE. Cela vise clairement les montages de fonds de type leverage buy out (LBO), que l'on peut traduire par « rachat d'entreprise avec effet de levier »

Ce n'est pas tout. Une pénalisation de l'endettement est mise en œuvre par le fisc français si l'entreprise qui a recours à l'endettement intragroupe ne peut pas prouver qu'il s'agit d'un emprunt à taux normal, comparable à celui d'une opération de financement avec un créancier indépendant. Au sein d'un groupe, il existe des avances et des prêts inusuels qui sont la manifestation de circulation du cash-flow. Le fisc français utilise la notion d'endettement entre entreprises liées. Le taux de ces financements est contraint

et les intérêts payés peuvent être non déductibles fiscalement pour éviter des transferts de valeur interne (et une possible minimisation de l'impôt). La définition fiscale fait référence à un mécanisme de « preuve contraire » où c'est à l'emprunteur de prouver que le taux appliqué, pour être déductible, doit être inférieur au « taux qu'elle (l'entreprise) aurait été en mesure d'obtenir auprès d'établissements [...] financiers indépendants dans des conditions analogues ».

Il faut donc trouver des taux comparables pour montrer que les taux appliqués, par exemple, lors d'opération de LBO (qui sont particulièrement dans le collimateur) ou de montage de projets, ne sont pas des transferts de valeur vers ou de la part de tiers liés. Le danger est que cela ouvre le champ à des discussions infinies sur la notion de prêts comparables, avec le recours à toute une gamme d'arguments parfois fondés, parfois douteux, parfois ridicules pour rejeter la comparabilité et donc la déductibilité d'un financement le plus souvent régulier. Le danger est donc l'irruption de l'arbitraire, là où le contrat sert à clarifier les relations de financement entre parties. La conséquence peut en être la remise en cause ex post d'un projet économique et de nombreux contentieux fiscaux dont on pourrait faire l'économie. Comme exemple de ce florilège rhétorique, on citera :

- Le rejet de comparables établis à partir d'un prêt de montant différent de celui en cause. Il s'agit en fait d'un argument massue, car on ne trouvera jamais un financement comparable ayant le même montant à l'euro et au cent près. C'est la négation même du fait que le concept de taux d'intérêt est proportionnel. Cela depuis la nuit des temps et même au-delà, car la notion de taux d'intérêt qui introduit une relation générale de proportionnalité entre le montant en jeu et le fruit d'un prêt d'argent, apparaît dès le Code d'Hammourabi, il y a 4 000 ans.
- L'argument plus que bizarre évoqué parfois par le fisc est celui de l'existence d'une garantie « implicite » au sein d'un groupe. Les holdings supérieurs ou les sociétés mères couvriraient leurs filiales d'une garantie « implicite » qui signifierait que les sociétés bénéficiaires de prêts intragroupes relèveraient de taux d'intérêt inférieurs à ceux appliqués; ce qui est une voie pour remettre en cause la déductibilité des intérêts versés à la maison mère.
- Les prêts consentis sous forme d'obligations avec bons de souscription ou d'obligations convertibles

par des fonds de dette junior ou des prêteurs mezzanine sont des comparables rejetés par le fisc... au titre que ces prêteurs ne sont pas indépendants puisqu'ils sont de potentiels actionnaires. On appréciera ce raisonnement circulaire et lumineux.

Lutter contre l'endettement excessif est sans doute sain sur un plan macroéconomique général. Il faut mieux pour cela des mesures générales, claires sans ambiguïté, comme celles mises en œuvre aux États-Unis ou en Allemagne qui résonnent sur la masse des frais financiers. Cela s'avère plus efficace que de confronter l'entreprise à la menace de la microchirurgie d'une analyse prêt par prêt et à l'arbitraire fiscal.

Conclusion

Cette contribution vise à souligner l'importance du rôle de la dette et des créanciers dans les conflits d'agence et la gouvernance de l'entreprise. Il convient d'aller au-delà de la relation de contrat implicite entre actionnaires contrôlants et minoritaires qui se traduit par l'apparition et l'appropriation de bénéfices privés. Tous les actionnaires sont aux prises avec un risque de défaillance en cas d'endettement et font face à des phénomènes de « hold-up » de la part des créanciers. La décision d'endettement est donc centrale dans la régulation de conflits d'agence complexe entre trois parties. Cette articulation est un champ de recherche récent, car le phénomène de « hold-up » découlant du caractère incitatif des bénéfices privés est peu identifié dans la littérature.

La conséquence opérationnelle est la fragilisation du rôle des actionnaires avec des risques de transfert de valeur qu'ils ne maîtrisent pas ou mal :

- Transfert de valeur vers d'autres parties prenantes même hors relation contractuelle avec l'exigence RSE qui peut se manifester par des « créances » nouvelles issues de la réinternalisation des coûts externes (environnement, coûts sociaux...).
- Transfert de valeur au profit des créanciers existants qui deviennent des coassociés de fait en cas de création de valeur additionnelle par le mécanisme de « hold-up » d'une partie de cette valeur additionnelle.

L'analyse très traditionnelle de la dette comme outil disciplinaire est donc trop pauvre. Il faut y voir un outil central notamment en cas de F&A où l'acquéreur va souhaiter rapatrier ou éviter un « hold-up » des créan-

ciers de la cible. Un ensemble de réactions peut se développer pour : (i) éviter de faire apparaître les synergies au niveau de la cible, mais directement au niveau de l'acquéreur ou; (ii) réendetter massivement la cible. On pourra donc assister à des chocs importants en hausse du levier d'endettement.

D'autres possibilités non conventionnelles sont aussi imaginables : les actionnaires contrôlants pourront

aussi augmenter leur part de capital détenu ou diminuer leur appropriation de bénéfices privés. L'existence d'un risque de « hold-up » développe l'alignement des intérêts entre les différentes catégories d'actionnaires. C'est l'ultime paradoxe de la dette que de démultiplier un conflit d'agence avec les créanciers en situation de croissance de l'entreprise... et de contribuer à amoindrir un conflit d'agence au sein des actionnaires.

RÉFÉRENCES

- Attaoui, S. et Poncet, P. (2013). Capital structure and debt priority. *Financial Management*, 42(4), 737–775.
- Barnea, A. et Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- Barsotti, F., Mancino, M. E. et Pontier, M. (2012). The role of a firm's net cash payouts in Leland (1994) Model. *Economic Notes*, 41(3), 115–144.
- Billett, M. T. (1996). Targeting capital structure: The relationship between risky debt and the firm's likelihood of being acquired. *Journal of Business*, 69, 173–192.
- Buchuk, D., Larrain, B., Munoz, F. et Urzua, I. (2014). The internal capital market of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, 112, 190–212.
- Campbell, D., Craven, B. et Shrive, P. (2003). Voluntary social reporting in three FTSE sectors: A comment on perception and legitimacy. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16(4), 558–581.
- Cespa, G. et Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economic Management and Strategy*, 16, 741–771.
- Champaud, C. (1993). L'entreprise se lève à l'est. Dans *Droit et gestion de l'entreprise : Mélanges en l'honneur du doyen Roger Perceval*. Paris, France : Vuibert Gestion.
- Champaud, C. (1962). *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris, France : Librairie Sirey.
- Claessens, S., Djankov, S. et Fan, J. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Club des juristes (2018, avril). *Le rôle sociétal de l'entreprise* (Rapport). Commission ad hoc présidée par A. Frérot et D. Hurstel.
- Commission européenne (2001). *Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises, Livre vert*. Luxembourg : Office des publications officielles des communautés européennes.
- Cormier, D., Aerts, W. et Magnan, M. (2006). The association between governance, media economic factors and web-based disclosure: Some Canadian evidence. *Corporate governance: An international review* 15(6), 1301–1329.
- Crifo, P. et Forget, V. (2015). The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey. *Journal of Economic Surveys*, 29(1), 112–130.
- DeMarzo, P. et Fishman, M. (2007). Optimal long-term financial contracting. *Review of Financial Studies* 20(5), 2079–2128.
- DeMarzo, P. et Sannikov, Y. (2006). Optimal security design and dynamic capital structure in a continuous-time agency model. *Journal of Finance*, 61, 2681–2724.
- Dewatripont, M. et Tirole, J. (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager–shareholder congruence. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1027–1054.
- Faccio, M., Lang, H. et Young, L. (2010). Pyramiding vs leverage in corporate groups: International evidence. *Journal of International Business Studies* 41(1), 88–104.
- Ferrell, A., Liang, H. et Renneboog, L. (2014). Socially responsible firms. *ECCG Finance Working Paper*, (432).
- He, Z. (2011). A model of dynamic compensation and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 100, 351–366.

- Israel, R. (1991). Capital structure and the market for corporate control: The defensive role of debt financing. *Journal of Finance*, 1391–1409.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow. Corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jose, A. et Lee, S-M. (2007). Environmental reporting of global corporations: A content analysis based on website disclosures. *Journal of Business Ethics*, 72, 307–321.
- Kim, E. H. et McConnell, J. (1977). Corporate mergers and the co-insurance of corporate debt. *Journal of Finance*, 32 (June), 349–365.
- Kim Y., Park M. et Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761–796.
- La Bruslerie, H. de (2016). Does debt curb controlling shareholders' private benefits? Modelling in a contingent claim framework. *Economic Modelling*, 58, 263–282.
- La Bruslerie, H. de (2017). *Debt and private benefits appropriation by a controlling shareholder: Introducing a creditors' holdup effect*. WFS Sardinia Conference.
- La Bruslerie, H. de (2018). Why do surviving targets leverage so much after an acquisition? A governance explanation, working paper.
- Labelle, R., Schatt, A. (2005). Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. *Finance-Contrôle-Stratégie*, 8(3), 77–104.
- Lambrecht, B., Myers, S. Debt and managerial rents in a real-options model of the firm. *Journal of Financial Economics*, 89, 209–231.
- Liu, H., et Miao, J. (2006). Managerial preferences, corporate governance and financial structure. *Working paper*. Repéré à www.ssrn.com
- Liu Q. et Tian, G. (2012). Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese non-tradable share reform. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 782–803.
- Margolis, J. D. et Walsh, J. (2001). *People and profits? The search for a link between a company's social and financial performance*. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum.
- Morellec E., Nikolov, B. et Schurhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *Journal of Finance*, 67, 803–848.
- Morellec E., Nikolov, B. et Schurhoff, N. (2017). Agency conflicts around the world. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (15–21). Repéré à <https://ssrn.com/abstract=2630018>
- Müller, H., Fausto Panunzi (2004). Tender offers and leverage, *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), 1217–1248.
- Myers, S. C. (1977). The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Pagano, M. et Volpin, P. (2005). Managers, workers, and corporate control. *The Journal of Finance*, 60, 841–868.
- Paligorova T. et Xu, Z. (2012). Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 18, 701–716.
- Petit, A. (2013). *La responsabilité sociale de l'entreprise : Enjeux, stratégie, impacts*. (Thèse de doctorat inédite). Université Paris I, Sorbonne.
- Prior D., Surroca, J. et Tribo, J. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160–177.
- Qian M. et Yeung, Y. (2015). Bank financing and corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 32, 258–270.
- Ripert, G. (1951). *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. Paris, France : L.G.D.J.
- Robé, J. Ph. (2009). Responsabilité limitée des actionnaires et responsabilité sociale de l'entreprise. *Entreprise et histoire*, 57, 1–19.
- Surroca J. et Tribo, J. (2008). Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(5–6), 748–760.
- Tse, S. et Tucker, J. (2010). Within-industry timing of earnings warnings: Do managers herd? *Review of Accounting Studies*, 15, 879–914.
- Zeghal, D. et Ahmed, S. A. (1990). Comparison of social responsibility information disclosure media used by Canadian firms. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 3(1), 38–53.