

EDOUARD DUCASSÉ

**Les privilèges dans les associations de capitaux. Essai d'une théorie rationnelle des titres différentiels**

*Journal de la société statistique de Paris*, tome 73 (1932), p. 65-115

[http://www.numdam.org/item?id=JSFS\\_1932\\_\\_73\\_\\_65\\_0](http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1932__73__65_0)

© Société de statistique de Paris, 1932, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme  
Numérisation de documents anciens mathématiques  
<http://www.numdam.org/>

IV

# LES PRIVILÈGES

DANS LES

## ASSOCIATIONS DE CAPITAUX

*Essai d'une théorie rationnelle des titres différentiels*

---

### INTRODUCTION

La présente étude a pour objet de rechercher quelques principes susceptibles d'être appliqués à la réglementation des actions à vote privilégié.

Les solutions préconisées à ce sujet par les juristes et par les législateurs sont extrêmement différentes.

Les principes qui leur ont servi de base sont parfois même complètement opposés. Une telle incertitude de doctrine dénote l'insuffisance, quant à cet objet, des seules conceptions juridiques ou politiques. On est ainsi conduit à se demander s'il n'y a pas lieu d'étayer celles-ci par des principes d'ordre économique et financier. Il apparaît alors nécessaire d'envisager une synthèse rationnelle des modalités si diverses qui servent à définir les droits et les engagements des associés dans les groupements de capitaux. Seule, cette coordination logique paraît être susceptible de fixer les bases d'une réglementation d'ensemble applicable à toutes les catégories d'associés, et en particulier à ceux qui disposent des privilèges de vote.

L'élargissement des débats sur les actions à vote privilégié a eu pour résultat de faire entrevoir la complexité de la question à l'opinion publique : celle-ci avait en effet conservé jusqu'à ce jour l'illusion que des capitaux numériquement égaux investis dans une même association étaient de ce fait identiques en valeur. La polémique nouvelle est venue lui rappeler que l'égalité économique entre des associés découle autant de l'identité de leurs droits et de leurs obligations respectives que de l'égalité numérique de leurs participations au capital social.

Les conceptions initiales basées sur le principe d'égalité auraient peut-être subsisté depuis 1867 si le législateur avait, dès cette époque, imposé à tous les associés la plus stricte identité de droits et de participations numériques.

En fait, il n'en a rien été, et l'évolution des sociétés anonymes a été caractérisée, depuis leur origine, par une différenciation de plus en plus marquée, dans les engagements et les droits respectifs des associés. Les titres d'association, homogènes et identiques à l'origine, se sont progressivement différenciés quant à leurs revenus, et à leurs prérogatives — tout comme des organismes se différencient et deviennent plus complexes en se perfectionnant.

Actuellement, il existe fort peu de sociétés, où l'on ne rencontre qu'une seule catégorie d'associés ; la plupart des associations de capitaux présentent, au contraire, deux, souvent trois, quelquefois un nombre plus élevé, de catégories différentes de titres, les droits de ces diverses catégories d'associés étant fixés par des règles statutaires de plus en plus complexes.

Les caractères démocratiques de la loi française de 1867 portent cependant à croire que le législateur désirait initialement l'égalité des droits pour des participations identiques dans le capital social.

Diverses latitudes furent malgré ce désir implicite laissées dans les textes législatifs quant à la répartition des revenus et des votes entre les associés (art. 27-§ 1 et art. 31 de la loi de 1867 ; art. 34 du Code de Commerce français).

C'est grâce à ces dispositions libérales (ou à ces oublis) que les actes d'associations créèrent de nombreuses variétés de titres différenciés quant à leurs droits et à leurs engagements :

Titres à revenus cumulatifs, titres intervenant d'une façon privilégiée dans la répartition des revenus, dans l'augmentation du capital ou dans les liquidations de l'actif social, parts de fondateurs à droits réservés, parts bénéficiaires jouissant d'importantes participations dans les résultats et, enfin..., actions à vote privilégié. Dans ce dernier cas, le droit de vote est supérieur à celui des autres actions eu égard au montant versé du capital social, qu'elles représentent respectivement.

Le déséquilibre monétaire consécutif à la guerre, mit particulièrement en évidence l'importance de cette dernière catégorie de titres. Leur emploi paraît avoir été justifié, en la circonstance, pour obtenir l'organisation rationnelle des industries par voie de concentration, et la conservation dans les patrimoines nationaux des richesses servant de base à la sécurité ou à l'expansion extérieures.

Au cours des dernières années, l'usage des titres à droit de vote privilégié loin de se ralentir, s'est poursuivi en se généralisant dans tous les pays.

La plupart des sociétés ne pouvaient invoquer alors pour justifier l'usage du vote privilégié les précédents motifs nés de l'instabilité des monnaies.

Par ailleurs, les modalités d'émission des titres à vote privilégié ont été extrêmement variables d'une société à l'autre ; si certaines d'entre elles ont limité avec tact leurs privilèges et leurs revenus, la plupart en ont manifestement exagéré les pouvoirs et les avantages.

Il faut convenir cependant que la division du travail, en faisant appel à la variété naturelle des aptitudes, entraîne l'inégalité dans les activités individuelles justifiant ainsi l'inégalité des rôles dans la direction de l'effort collectif, comme l'inégalité dans le partage des produits résultant de cet effort.

En particulier, l'activité des divers souscripteurs de capitaux associés dans une affaire n'est pas également sollicitée par l'entreprise commune. Il s'ensuit que la création de plusieurs catégories de titres jouissant de droits différents répond à un besoin économique profond.

La question des titres différenciés et privilégiés ne paraît donc pas soulever, quant à son principe, de sérieuses objections. Il n'en est pas de même en fait, lorsqu'il s'agit de procéder à la détermination numérique des droits et des obli-

gations concernant les divers associés. Les désaccords proviennent alors de la difficulté que l'on rencontre à chiffrer dans une même unité les droits et les engagements d'ordres très différents qui se présentent (votes, revenus, droits de préemption, de souscription...).

La première recherche qui s'impose est donc celle d'un critérium permettant de fixer les valeurs numériques respectives des droits et des obligations attachées aux diverses catégories de titres.

On pourrait objecter *a priori* qu'un principe général fixant la mesure des droits des divers participants à une société, ne saurait être légitimement appliqué dans tous les cas d'espèce.

En effet, l'estimation des concours apportés et des droits attribués aux divers associés, présente toujours un caractère plus ou moins subjectif, arbitraire et individuel.

L'expérience montre cependant que lorsqu'une association se fonde entre parties disposant d'une égale liberté de moyens (c'est-à-dire sans fraude et sans contrainte), les associés adoptent toujours comme règle commune, de fixer leurs droits et leurs engagements respectifs d'après l'évaluation la plus normale et la plus probable du patrimoine commun.

Or, une telle fixation ne peut s'effectuer exclusivement d'après les indications brutes des marchés et des prix, dont les fluctuations, les erreurs, et le manque de sincérité, ne favorisent guère l'accord des parties.

Les associés se trouvent ainsi conduits à rechercher une base plus stable, dans les éléments normaux d'appréciation directe dont ils disposent pour évaluer leur patrimoine (investissements, rendements passés et futurs, progressivité des revenus, etc...), étant entendu que cette évaluation doit tenir compte, autant que possible, du jeu normal de l'offre et de la demande pour les divers éléments sur lesquels elle porte.

L'accord des jugements individuels exige donc la recherche de « normes » susceptibles de caractériser à tout moment avec approximation, mais d'une façon équitable, les droits des divers associés.

Une telle recherche nous a conduit à décomposer la notion de valeur d'un capital productif en deux éléments fondamentaux : le potentiel et l'utilité (chap. I). Cette analyse de la valeur permet d'établir une relation entre les droits et les engagements des diverses catégories de titres associés.

De cette relation, il a été possible de déduire quelques moyens rationnels susceptibles de limiter les différenciations des titres, tout en respectant le principe d'*intuitu pecuniae* fixé par la loi de 1867 (chap. II).

Sur la base des résultats obtenus, nous avons essayé de montrer ensuite, comment il serait possible d'aborder dans toute sa généralité le problème de la fixation et de la réglementation des privilèges — en ajoutant aux principes précédents la notion d'*intuitu personae* dérivée des qualités de la gestion (chap. III).

Au cours de cette étude, nous avons employé une terminologie et quelques définitions, susceptibles de préciser autant qu'il était possible, certains éléments d'ordre économique ou psychologique. Le lecteur averti voudra bien considérer ces expressions nouvelles comme ayant pour objet de simplifier l'analyse de faits complexes, mais sans attacher à celles-ci une prétention à représenter en toute rigueur la diversité des faits économiques.

## CHAPITRE I

### Les notions de propriété et de valeur dans les associations de capitaux

**I. Historique sommaire.** — Le droit romain semble n'avoir connu la propriété que sous la forme classique du *Jus uti et abutendi*, dont notre civilisation a conservé malgré elle l'héritage.

Une telle notion s'adapte parfaitement à des organisations oligarchiques ou patriarcales. Leurs chefs, uniques propriétaires de biens, d'esclaves et de serviteurs détiennent exclusivement l'utilité et le pouvoir procurés par de telles richesses.

Par son essence même, ce droit « d'user et d'abuser » caractérise une forme essentiellement personnelle de la propriété. L'exercice de ce droit tant pour consommer que pour détruire, n'est théoriquement soumis à aucune autre volonté que celle de l'individu possesseur des richesses.

Il s'ensuit que l'économie romaine n'a guère connu que l'association d'individus ou de personnes, c'est-à-dire la société conclue *intuitu personae*, dont l'esprit se retrouve de nos jours dans les sociétés de participation et les sociétés en nom collectif.

Dès le Moyen âge apparurent des « contrats de commande » et, plus tard, au XVIII<sup>e</sup> siècle, des « compagnies », dont l'ampleur des moyens dépassait déjà les ressources de simples associations de personnes. Par ailleurs, ces grandes entreprises faisaient appel, quoique indirectement, à la richesse du public.

C'est seulement au cours du XIX<sup>e</sup> siècle qu'apparurent les formes juridiques définitives caractérisant la propriété collective : sociétés en commandite et sociétés anonymes. La première d'entre elles prévoit sous le nom de commandités, une classe d'associés identifiés à l'association, responsables sur tous leurs biens, et possédant un pouvoir étendu de gestion et de propriété. A côté de ces commandités figurent d'autres associés, dits commanditaires, dont la responsabilité est limitée au montant des capitaux apportés ; — ces derniers ne disposant plus que d'une simple faculté de contrôle, et n'ayant droit qu'à leur éventuelle, rémunération.

La deuxième forme juridique, la société anonyme, ne comporte plus aucun commandité responsable : tous les associés sont commanditaires anonymes d'un conseil d'administration responsable seulement de l'exécution du mandat reçu des associés.

Une telle évolution montre que le contrat de société s'est progressivement dépersonnalisé, pour réserver le premier rôle à l'élément quantitatif représenté par les capitaux.

Il semble que cette évolution ait été provoquée par la nécessité de réunir des capitaux considérables au moment même, où, les réformes démocratiques ayant développé les besoins, un immense champ d'activité s'ouvrait dans l'application des découvertes scientifiques.

La société anonyme n'était d'ailleurs à l'origine qu'une forme exceptionnelle d'association, le nombre de ses actionnaires étant très limité.

Elle rendit alors de grands services, en permettant de réunir des capitaux

suffisants pour la création de vastes entreprises d'intérêt collectif : chemins de fer, lignes de navigation, charbonnages, etc..., qui préparèrent le développement industriel postérieur à la guerre.

Depuis cette époque, la prolifération de sociétés de toute espèce et surtout l'extrême diffusion de leurs titres dans une masse anonyme de petits possédants, inexpérimentés ou inorganisés, a accentué le caractère impersonnel et instable de cette forme d'association.

Les premières difficultés surgissent dès que les fondateurs ou les animateurs des sociétés anonymes cherchent à se faire réserver des avantages particuliers, ou à conserver des avantages acquis — la notion d'identité entre associés disparaît alors. Elle disparaît aussi, par force même des choses, lorsqu'une émission de capitaux nouveaux vient favoriser ou surcharger le rendement des capitaux anciens.

Par ailleurs, on se rend compte progressivement que le rôle joué dans les sociétés de capitaux par la personnalité des dirigeants est d'autant plus important que les capitaux engagés sont plus considérables et qu'il est nécessaire alors d'exiger de la direction une compétence plus étendue : « Sans méconnaître l'utilité des grandes masses de capitaux que la concentration moderne de la production appelle plus que jamais, il est apparu que parallèlement, il fallait pour manier ces capitaux, et diriger les entreprises qui les mettent en œuvre, des actionnaires qui ne fussent point choisis au hasard. » (SOLUS) (1).

Ainsi rentre en scène, par diverses voies, l'*intuitu personae* que le législateur de 1867 avait solennellement banni de la société anonyme.

Nous nous sommes efforcés dans ce qui suit de rechercher sous quelle forme il serait possible de concilier le principe de l'*intuitu pecuniae* posé par la loi de 1867, avec la nécessité d'assurer à certains associés (notamment à ceux qui assurent la gestion) l'influence et les pouvoirs spéciaux que l'expérience révèle comme indispensables à l'intérêt même de la Société.

A cet effet, nous avons essayé de préciser autant que possible le caractère subjectif de la notion de propriété et le caractère quantitatif de la notion de valeur.

**II. La propriété et la valeur dans les associations de capitaux. Disposition et utilité.** — Ce qui caractérise le droit de propriété tel que l'entend le juriste ancien, c'est d'être avant tout un droit terrien. « A la base de ce droit antique se place le rapport personnel de l'homme à la terre (2). » Celle-ci est pour lui un moyen et une fin tout à la fois. « La terre qui le nourrit, renfermant ses souvenirs et ses espérances (2) », lui appartient *individuellement* en toute plénitude : la valeur qu'elle représente à ses yeux est constituée à la fois du sentiment de l'utilité qu'elle lui procure et du sentiment de toutes les possibilités d'emploi qu'elle lui confère. Ces deux notions, intimement mêlées dans son esprit, forment la représentation subjective de l'entier exercice d'un droit de propriété.

D'une manière générale, la propriété individuelle présente essentiellement ce caractère de rapport direct entre l'homme et les choses. Elle identifie par

---

(1) SOLUS : *Les actions à droit de vote privilégié.*

(2) TARDE : *Psychologie économique.*

suite dans un même concept de valeur, la faculté de libre disposition et la responsabilité conférées par la chose possédée, avec l'utilité qui en est retirée par son possesseur.

Il n'en est plus de même dans la propriété collective. Dès que les hommes s'associent, mettent des *biens en commun*, les prérogatives de leurs droits ne sont plus entièrement exerçables sur lesdits biens comme s'ils étaient propriété individuelle de chacun des associés. En effet, non seulement il est parfois malaisé de partager entre les membres d'une société l'utilité des biens mis en commun, mais il est encore plus difficile de faire participer également tous les associés à la mise en œuvre des moyens et aux responsabilités de la gestion du patrimoine collectif.

Les considérations qui précèdent montrent, qu'en passant de la propriété individuelle à la propriété collective, l'exercice du droit de propriété et la notion de valeur se dissocient. Cette dernière ne présente plus, dans la propriété collective, l'intégralité des caractères de libre disposition et d'utilité qui forment l'essence de la propriété individuelle; ces caractères n'y sont plus identiques pour tous les associés. Ceux d'entre eux qui exercent la gestion, y disposent dans la plupart des cas (toutes choses égales d'ailleurs), d'une part de valeur collective supérieure à celle des autres associés.

**III. Mesures de l'utilité et du potentiel d'un bien.** — Les inégalités dans les facultés d'usage et de possession dont disposent les propriétaires d'un patrimoine collectif, sont, en général, assez facilement perceptibles.

Elles ne sont cependant mesurables avec exactitude que si l'on définit au préalable des grandeurs susceptibles de représenter les possibilités correspondantes d'user et de disposer d'un bien ou d'une richesse.

Nous nous permettrons de rappeler à cet effet le double mécanisme psychologique au moyen duquel, les hommes, en tout temps, se sont efforcés d'apprécier la valeur des choses. En vue d'attribuer, avant tout échange, une valeur précise à un bien quelconque, le possesseur a toujours été conduit à supputer plus ou moins exactement :

1<sup>o</sup> D'une part, l'effort que ce bien lui a coûté et ce que représenterait à l'heure actuelle la répétition de cet effort : c'est sa *valeur coût* (E) (ou valeur d'investissement ou valeur intrinsèque);

2<sup>o</sup> D'autre part, les satisfactions ou les services qu'il en reçoit actuellement et ceux qu'il peut escompter dans l'avenir : c'est sa *valeur d'utilisation* (V) (ou valeur revenu, ou valeur d'usage).

L'idée de valeur mesurable (W) fait donc apparaître, à tout instant, (en dehors même de tout échange) une comparaison quantitative entre deux jugements intérieurs dont l'un s'attache à fixer l'importance des *moyens accumulés* (E) dans le passé et le présent, et l'autre, l'intensité des *Résultats utilisables* (V) pour le présent et l'avenir.

Dans cette double pesée psychologique, la valeur actuelle (E) des moyens accumulés au cours du passé intervient seulement comme un élément d'appréciation de l'avenir. La mesure des efforts réalisés constitue en effet une simple indication qui complète la mesure directe des services à venir (V), pour délimiter, aussi vraisemblablement que possible, le rendement le plus probable et, par suite, la valeur normale (W) du bien considéré.

Aussi admet-on en pratique que la mesure la plus probable de la valeur (W) est une moyenne intermédiaire entre (E) et (V).

En période d'équilibre économique stable, les valeurs effectives d'échange oscillent sensiblement autour de cette valeur normale (W).

Si les conceptions de l'homme sur la mesure et le développement des besoins étaient invariables dans le temps, la valeur coût (E) et la valeur d'utilisation (V) devraient être identiques et seraient représentées par une même grandeur numérique  $E = V$ ; mesurant la valeur (W) de la richesse considérée. En fait, les besoins spéculatifs des hommes, d'une part, et leurs erreurs d'appréciation, d'autre part, font que ces deux estimations conjuguées sont toujours discordantes, pour un même bien ou pour une même richesse. La valeur (V) des services utilisables est ainsi fréquemment escomptée au-dessus de la valeur intrinsèque (E) de l'objet utilisé, de même que le prix de revient (E) des moyens mis en œuvre excède souvent la valeur (V) des services réellement utilisables.

Il y a lieu de remarquer que ces deux appréciations complémentaires caractérisent deux aspects très différents de la propriété d'une même valeur : elles fixent en effet les deux possibilités fondamentales dont dispose à chaque instant le propriétaire pour l'emploi de son bien : l'*aliénation* ou l'*usage* ; (la *gestion* ou le *prêt*).

Dans la première alternative, le propriétaire peut récupérer immédiatement la valeur coût (E) de tout ou partie des moyens accumulés et les transformer à son gré en d'autres moyens, cette faculté de disposer ou de gérer caractérise le POTENTIEL TOTAL (*jus abutendi*) que lui confère la propriété du bien possédé.

Dans la deuxième éventualité, le propriétaire se borne à user des services ou des revenus que son bien est susceptible de lui procurer dans le temps, et dont le total escomptable (V) représente l'UTILITÉ TOTALE (*jus uti*) mise à sa disposition.

Il faut noter par ailleurs que la disposition totale du potentiel (E) et la jouissance totale de l'utilité (V) ne sauraient être possibles simultanément ; l'usage de la première faculté entraînant *ipso facto* l'impossibilité d'exercer la seconde puisque l'aliénation des moyens ne permet plus l'obtention des résultats correspondants — et réciproquement. On peut concevoir par contre l'emploi partiel et simultané de chacune des deux facultés, jusqu'à concurrence de potentiels et d'utilités égaux au maximum, soit à E, soit à V.

La juxtaposition des deux grandeurs complémentaires E et V précise donc l'ensemble des possibilités dont dispose un propriétaire pour l'emploi de son bien. Celles-ci sont d'autant plus étendues que la somme (E + V) est plus élevée.

Il s'ensuit que la valeur effective d'échange la plus probable (W) du bien considéré, se fixe principalement d'après l'importance du facteur (E + V).

Dans ces conditions, la formule la plus générale représentative de la valeur d'échange probable d'un bien peut s'écrire approximativement :

$$W = k (E + V) = k E + k V$$

(k étant facteur sensiblement indépendant de E et de V).

Les deux quantités  $W_p = k E$  et  $W_u = k V$  représentent respectivement



le « *potentiel relatif* » et « *l'utilité relative* » simultanément conférés par la possession de la valeur  $W$ .

Ils constituent des notions analogues à celles qui caractérisent l'usufruit et la nue-propriété de valeurs à revenus fixes, présentant un terme suffisamment éloigné.

**IV. Détermination pratique du potentiel et de l'utilité dans les associations de capitaux.** — Les deux éléments fondamentaux que nous venons de définir d'une manière inductive sont, par ailleurs, réductibles aux entités comptables caractérisant le patrimoine d'une association de capitaux.

La situation des biens productifs d'une association est en effet représentée à tout moment par un bilan comportant : un actif  $A$  (amortissements déduits) et un passif  $P = A$ ; se décomposant lui-même en : capital  $C$ , réserves  $R$  et dettes envers les tiers  $T$ , de sorte que  $A = P = C + R + T$ .

L'excédent  $E$  de l'actif  $A$  sur les dettes envers les tiers  $T$  représente la valeur d'investissement, c'est-à-dire la *valeur coût* ( $E = A - T = C + R$ ) du capital et des Réserves formant le patrimoine de la Société, étant entendu que les différents postes de  $A$  et de  $T$  ont été préalablement exprimés en unités monétaires comparables, c'est-à-dire ayant le même pouvoir d'achat à l'instant considéré.

Cette valeur d'investissement ( $E$ ) mesure l'importance des moyens mis en œuvre pour réaliser l'objet social, c'est-à-dire pour retirer de l'activité sociale les bénéfices maxima. Il est bien évident que cette valeur  $E$  doit être calculée, en tenant compte des dépréciations et des amortissements directement applicables aux différents postes de l'actif  $A$ , puisqu'elle doit représenter à tout instant le « coût » net effectif des biens et des richesses, qui ont été mis en œuvre par les associés.

De même, les revenus, actuels et futurs, périodiquement distribuables aux associés, représentent les fractions de biens productifs, qui sont utilisables, soit pour les emplois extérieurs, soit pour la consommation. Ces revenus caractérisent donc l'utilité que les associés retirent du patrimoine commun.

Leur ensemble, réparti dans le temps, forme une série d'annuités variables (échelonnées sur la période d'activité sociale). La valeur actuelle ( $V$ ) d'une telle série d'annuités, escomptées au taux d'intérêt normal correspondant à la période précitée, représente la *valeur capitalisée* sur revenus, c'est-à-dire la *valeur d'utilisation* du patrimoine social.

En résumé, si  $E$  désigne la valeur d'investissement d'un patrimoine productif, si  $V$  désigne la valeur capitalisée sur Revenus de ce patrimoine, la valeur la plus probable ( $W$ ) de ce patrimoine peut se mettre sous la forme :

$$W = k(E + V).$$

Le *potentiel relatif*  $W_p$  et l'*utilité relative*  $W_u$  correspondant à  $W$  sont respectivement proportionnels à la valeur d'investissement  $E$ , et à la valeur capitalisée sur revenus  $V$ . Leurs expressions sont de la forme :

$$W_p = k E \qquad W_u = k V.$$

*Remarque 1.* — Pratiquement, la valeur du coefficient  $k$  est prise égale en première approximation à  $1/2$ . Cela revient à admettre que la valeur normale

(W) la plus probable d'une richesse est égale à la demi-somme de la valeur d'investissement et de la valeur capitalisée sur revenus.

En fait, l'expérience montre que la valeur  $1/2$  est généralement admissible pour  $k$ , lorsque E et V sont d'importance voisine. Dans le cas contraire, il conviendrait d'adopter pour ce coefficient des valeurs numériques inférieures à  $1/2$ , et d'autant plus éloignées de ce chiffre que l'écart entre E et V serait plus grand.

*Remarque 2 : Responsabilité envers les associés.* — Dans une association de capitaux, la valeur d'investissement (E) représente le coût des moyens d'activité appartenant à l'ensemble des associés. Elle mesure, par suite, l'importance de la responsabilité assumée par ces derniers, vis-à-vis deux-mêmes. La conservation de la valeur du capital investi (E) exige en particulier qu'une rémunération suffisante de celui-ci soit obtenue par la gestion collective des associés.

Dans l'expression de la valeur  $W = k(E + V)$  la responsabilité relative de ceux-ci correspond au terme  $kE$ , représentant le potentiel relatif de la valeur W.

## CHAPITRE II

### Conditions d'équivalence entre les droits et les engagements des titres de capital représentant un bien collectif

**Préliminaires.** -- La forme la plus générale de la valeur  $W = k(E + V)$  met en évidence une première fraction  $kE$ , qui représente le potentiel relatif de cette valeur.

Cette fraction correspond, pour un bien collectif, à la valeur de l'ensemble des pouvoirs de gestion ou d'aliénation, c'est-à-dire, en général, des suffrages dévolus aux associés. Elle indique dans quelle mesure se trouve engagée leur responsabilité sur les moyens mis en œuvre.

L'autre fraction  $kV$  correspond à l'utilité relative, c'est-à-dire à la valeur des droits exerçables sur les produits du patrimoine commun. Elle traduit l'importance des résultats obtenus par les associés.

Il est possible de concevoir un partage de la valeur globale W, entre les divers associés (en nombre égal à N par exemple), chacun d'eux recevant des parts différentes;  $lkE$ , de valeurs-potentiel et  $mkV$  de valeurs-revenus — mais disposant chacun d'une fraction identique  $\frac{W}{N}$  de la valeur globale (la valeur  $lkE$

+  $mkV$  étant égale pour chaque associé à  $\frac{W}{N}$ ).

Un partage convenable permet d'attribuer à chacun des associés des droits différents ( $lm$ ,  $l'm'$ ) en potentiels et en revenus, tout en fixant pour chacun d'eux des participations équivalentes dans la valeur du patrimoine commun. Cette faculté de compenser les pouvoirs de gestion et les revenus permettra d'établir la condition d'équivalence des titres différentiels tout en conservant le principe de l'*intuitu pecuniæ*.

Nous définirons au préalable ce qu'il y a lieu d'entendre par *titres différentiels* dans un même capital.

*Définition.* — Les titres de capital représentant un bien collectif jouissent de droits différentiels lorsqu'ils disposent chacun d'une fraction des pouvoirs de gestion ou d'une fraction des droits sur les revenus distribuables, différentes de la quotité du capital global (primes d'émission incluses) effectivement versée par leur propriétaire souscripteur (1).

En particulier, il y a différenciation dans les droits de vote lorsque certaines catégories d'actions disposent d'un nombre de voix supérieur ou inférieur au nombre de voix dont disposent les autres actions, eu égard au montant effectif du capital versé qu'elles représentent respectivement.

De même, il y a différenciation dans les droits aux dividendes, lorsque certaines catégories d'actions reçoivent un dividende supérieur ou inférieur à celui que reçoivent les autres actions, eu égard au montant effectif du capital versé qu'elles représentent effectivement.

Il ressort de ce qui précède que la fixation des caractéristiques d'un titre à droits différentiels exige en fait la connaissance de trois fractions ou quotités :

1° La fraction  $\gamma$  des capitaux globaux qui a été versée pour la souscription du titre considéré;

2° La fraction  $\varphi$  des pouvoirs totaux de gestion qui a été attribuée au titre considéré;

3° La fraction  $\varrho$  des revenus totaux qui est attribuée au titre considéré.

Ces trois quantités  $\gamma$ ,  $\varphi$  et  $\varrho$ , représentent en quelque sorte les coordonnées du titre différentiel; elles sont toujours comprises entre 0 et 1. D'autre part, si on considère l'ensemble des titres différentiels représentant un même capital, les fractions caractéristiques de ceux-ci,  $\gamma_1\gamma_2\dots$ ,  $\varphi_1\varphi_2\dots$ ,  $\varrho_1\varrho_2\dots$ , sont liés par les équations  $\Sigma\gamma = 1$ ,  $\Sigma\varphi = 1$ ,  $\Sigma\varrho = 1$ .

*Capital homogène et capital différencié.* — Lorsque le capital représentatif d'une richesse est formé de titres correspondant à des droits et à des versements identiques, c'est-à-dire lorsque pour chacun des titres, on a  $\varphi = \gamma = \varrho$ ; les associés sont placés sur le pied d'une égalité aussi parfaite que possible : le capital peut être appelé *homogène*.

Il a été montré que la loi de 1867 avait admis implicitement cette hypothèse ramenant ainsi la Société anonyme à une association *intuitu pecuniae*.

On peut remarquer, à ce sujet que toute législation s'appuyant d'une manière trop simpliste sur le principe quantitatif de l'*intuitu pecuniae*, risque comme la loi de 1867 de devenir insuffisante. Il est en effet impossible de définir

---

(1) La question se pose de savoir si c'est le capital « souscrit » et non le capital versé (ou appelé) qui doit définir l'engagement de l'actionnaire. En fait, le capital souscrit et non versé figure bien dans l'actif, mais il ne peut être assimilé à une valeur effectivement investie, c'est-à-dire génératrice de revenus, que s'il porte intérêts au profit de la Société depuis la date de sa création (c'est-à-dire dès le premier versement partiel), même s'il n'a pas été appelé entièrement. Dans ces conditions, il ne diffère pas financièrement, du capital total à verser. Au contraire, dans le cas où aucun intérêt n'est stipulé sur le solde restant à appeler, celui-ci peut être considéré comme une caution juridique favorable, mais non comme une valeur effective. L'élément financier contribuant à la formation des revenus est alors constitué par la seule fraction du capital effectivement versée ou appelée.

un titre d'association par une seule coordonnée ( $\gamma$ ) sans tenir compte des deux autres caractéristiques ( $\varphi$ ) et ( $\rho$ ), du capital versé.

Lorsque, pour un même capital, les diverses catégories de titres disposent de caractéristiques  $\varphi$  et  $\rho$  distinctes, et différentes d'une catégorie à l'autre, le capital est *différencié*. Certaines catégories de titres sont alors, pour un même capital ( $\gamma$ ), *privilégiées* par rapport aux autres *catégories*.

**I. Expression de la valeur effective d'un titre différentiel.** — Nous supposons dans ce qui suit que les trois caractéristiques  $\gamma$ ,  $\varphi$  et  $\rho$  d'un titre différentiel peuvent être exactement déterminées d'après les statuts de l'association dont le titre considéré représente une fraction du patrimoine.

La valeur totale de la richesse représentée par l'ensemble du capital différencié est de la forme :

$$W = k E + k V = W_u + W_p$$

Si nous désignons par  $x$  la valeur effective du titre considéré ( $\varphi$ ,  $\gamma$ ,  $\rho$ ), cette valeur peut s'écrire également  $x = x_u + x_p$ ;  $x_p$  désignant le potentiel relatif à ce titre et  $x_u$  son utilité relative.

Or, d'après la définition même de  $\varphi$  et de  $\rho$ , on peut écrire :

$$\rho = \frac{x_u}{W_u} \text{ et } \varphi = \frac{x_p}{W_p}, \text{ d'où } x_u = \rho W_u, x_p = \varphi W_p$$

d'où 
$$x = \rho k V + \varphi k E = k (\rho V + \varphi E)$$

d'où 
$$\frac{x}{W} = \frac{\rho V + \varphi E}{E + V}. \tag{1}$$

**II. Condition d'équivalence entre les droits et les engagements des titres différentiels.** — Les titres différentiels constitutifs d'un même capital pourront être considérés comme équivalents entre eux, si leurs valeurs effectives ( $x$ ) sont respectivement proportionnelles aux capitaux ( $a$ ) réellement versés sur chacun d'eux, c'est-à-dire si le rapport  $\frac{x}{a}$  entre ces deux quantités est constant pour les diverses catégories de titres, ou encore si :

$$\frac{x}{a} = \frac{\sum x}{\sum a} = \frac{W}{C},$$

(C désignant le montant global des capitaux versés, et  $W = \sum x$  la valeur totale de la richesse correspondante).

Il en résulte l'égalité :

$$\frac{x}{W} = \frac{a}{C}.$$

Or, d'après la définition même de  $\gamma$ , on a :  $\gamma = \frac{a}{C}$ . La condition d'équivalence peut donc s'écrire :

$$\frac{x}{W} = \gamma \tag{2}$$

En tenant compte de l'expression de  $\frac{x}{W}$  déterminée plus haut, la relation (2) devient :

$$\gamma (E + V) = \rho V + \varphi E \quad (3)$$

Si D représente le dividende moyen des derniers exercices, et  $i$  l'intérêt normal à l'instant considéré des capitaux à moyen terme, on peut adopter sensiblement pour V l'expression  $\frac{D}{i}$  et la relation (3) s'écrit :

$$\gamma (i E + D) = \rho D + \varphi i E \quad (3')$$

d'où 
$$\rho D = \gamma D - (\varphi - \gamma) i E \quad (4)$$

Sous cette forme, la condition générale d'équivalence exprime que la rémunération  $\rho D$  d'une catégorie de titres différentiels (dont les caractéristiques  $\varphi$  et  $\gamma$  ont été préalablement fixées) doit comporter l'attribution :

a) D'un premier dividende  $\gamma D$  proportionnel à la quotité de capital  $\gamma$  effectivement versé.

b) D'une retenue égale au produit de l'intérêt normal des capitaux investis  $i E$  par l'excès algébrique de la quotité des suffrages attribués à cette catégorie sur la quotité de son capital versé.

Cette retenue devient positive, c'est-à-dire correspond à une prime, si la quotité des suffrages est inférieure à la quotité du capital versé.

**III. Autres formes de la condition d'équivalence.** — a) *Expression du taux de rémunération.* — La relation (4) précédemment établie est indépendante du nombre de titres intervenant dans le capital global; comme du nombre de titres formant la catégorie dont les caractéristiques sont  $\varphi$ ,  $\gamma$  et  $\rho$ .

En particulier, si on suppose que la catégorie envisagée renferme un seul titre disposant d'un suffrage de  $s$  voix pour un capital versé  $a$ , et si on désigne le nombre total des suffrages par S, par C le capital total versé,  $\varphi$  et  $\gamma$  s'expriment respectivement par :

$$\varphi = \frac{s}{S} \quad \gamma = \frac{a}{C}$$

Dans ces conditions, l'expression (4) peut s'écrire :

$$\rho D = a \frac{D}{C} - \frac{a}{C} \left[ \frac{s}{a} - 1 \right] i E$$

d'où :

$$\frac{\rho D}{a} = \theta = \frac{D}{C} - \frac{i E}{C} \left[ \frac{s}{a} - \frac{S}{C} \right] \quad (5)$$

$\theta = \frac{\rho D}{a}$  représente le taux effectif de rémunération d'un titre donné;

$\frac{D}{C}$  représente le taux moyen réel de rémunération du capital versé;

$\frac{iE}{C}$  représente le taux moyen normal de rémunération du capital versé;

$\frac{s}{a}$  représente la quotité effective de suffrages par franc de capital versé pour un titre donné;

$\frac{S}{C}$  représente la quotité moyenne de suffrages par franc de capital global versé.

L'expression (5) exprime que le taux de rémunération  $\vartheta$  d'un titre à vote privilégié doit être égal au taux moyen réel de rémunération du capital total, diminué du produit par le taux normal  $\frac{iE}{C}$  de l'excès algébrique relatif de la quotité de voix par unité de capital attribuée à ce titre sur la quotité moyenne correspondant à l'ensemble des titres de la Société.

b) *Expression de la quotité de suffrages par franc de capital versé.* — La condition (4) peut s'écrire :

$$\vartheta = \gamma + (\gamma - \rho) \frac{D}{iE}$$

Ou bien :

$$\frac{\vartheta}{\gamma} = 1 + \frac{\gamma - \rho}{\gamma} \frac{D}{iE}$$

ou :

$$\frac{s}{a} = \frac{S}{C} \left[ 1 + \frac{\gamma - \rho}{\gamma} \frac{D}{iE} \right]$$

ou :

$$\frac{s}{a} = \frac{S}{C} \left[ 1 + \left( 1 - \frac{\vartheta}{\gamma} \right) \frac{D}{iE} \right]$$

ou :

$$\frac{s}{a} = \frac{S}{C} \left[ 1 + \frac{\frac{D}{C} - \vartheta}{\frac{iE}{C}} \right] \quad (5 \text{ bis})$$

L'expression (5 bis) montre (comme l'expression 5) que tout privilège de suffrages  $\left( \frac{s}{a} > \frac{S}{C} \right)$  doit entraîner pour les titres correspondants un revenu  $\vartheta$  inférieur au taux moyen réel de rémunération  $\frac{D}{C}$  du capital versé.

Inversement, toute quotité de suffrages inférieure à  $\frac{S}{C}$  entraîne un taux de rémunération supérieur à  $\frac{D}{C}$ .

IV. *Applications numériques.* — Nous appliquerons les résultats précédents à la création de plusieurs catégories de titres différentiels dans une association

dont le capital nominal ressort, par exemple, à 70 millions de francs; le bilan réévalué de l'association se présentant d'autre part comme il suit :

	<u>Actif</u>		<u>Passif</u>
Immobilisé . . . . .	100.000.000	Capital . . . . .	70.000.000
Réalizable . . . . .	30.000.000	Primes émission . . .	10.000.000
Disponible . . . . .	70.000.000	Réserves diverses . . .	20.000.000
		Amortissements . . . .	20.000.000
		Passif tiers (y compris dividendes) . . . . .	80.000.000
	200.000.000		200.000.000

Le capital versé (C), y compris les primes, ressort donc à  $70 + 10 = 80$  millions. La valeur nette de l'actif ressort, après déduction des amortissements, à  $200 - 20 = 180$  millions.

La valeur d'investissement est donc égale à  $180 - 80 = 100$  millions.

Nous supposons, par ailleurs, que le taux d'intérêt normal  $i$  des capitaux mobiliers peut être fixé à 5 %, et que la catégorie des titres différentiels devant bénéficier d'un privilège de vote, représente 20 % du capital global versé (C = 80 millions).

*Premier cas.* — Le dividende distribué au cours du dernier exercice s'élève à D = 10 millions.

La rémunération moyenne du capital global ressort donc à  $\frac{10}{80} = 12,5$  %.

L'usage des relations d'équivalence permet alors d'attribuer à la catégorie de titres envisagée (représentant 20 % du capital versé) :

a) 30 % des suffrages en leur attribuant une rémunération égale à 15 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,15 \times 0,62 = 9,3$  % sur le capital versé;

b) 40 % des suffrages, en leur attribuant une rémunération égale à 10 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,10 \times 0,62 = 6$  % sur le capital versé;

c) 50 % de suffrages en recevant une rémunération égale à 5 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,05 \times 0,62 = 3$  % sur le capital versé.

Les relations (5 bis) permettent de calculer les rapports entre la quotité de suffrages des titres privilégiés  $\frac{s}{a}$  par franc de capital, et la quotité moyenne de suffrage  $\frac{S}{C}$  pour l'ensemble des titres.

En supposant, par exemple, la quotité moyenne  $\frac{S}{C}$  égale à une voix par 500 francs de capital versé, les quotités correspondantes de suffrages privilégiés devraient être :

a) De une voix et demie environ par 500 francs de capital versé pour une rémunération de ce capital égale à 9,3 %;

b) De deux voix environ par 500 francs de capital versé avec une rémunération de 6 %;

c) De deux voix et demi environ par 500 francs de capital versé avec une rémunération de 3 %.

*Deuxième cas.* — Le dividende distribué est D = 20 millions.

La rémunération moyenne du capital global versé ressort à 25 %.

Dans ces conditions, les règles d'équivalence permettent d'attribuer à la catégorie de titres représentant 20 % du capital versé :

a) 30 % des suffrages en recevant une rémunération égale à 17,5 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,175 \times 1,25 = 22$  % sur le capital versé;

b) 40 % de suffrages en recevant une rémunération égale à 15 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,15 \times 1,25 = 19$  % sur le capital versé;

c) 50 % de suffrages en recevant une rémunération égale à 12,5 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,125 \times 1,25 = 16$  % sur le capital versé.

En prenant pour quotité moyenne des suffrages la base de une voix par 500 francs de capital, les quotités correspondantes de suffrages privilégiés seraient :

a) De une voix et demie environ pour 500 francs de capital versé, avec une rémunération de 22 %;

b) De deux voix environ par 500 francs de capital versé, avec une rémunération de 19 %;

c) De deux voix et demie environ par 500 francs de capital versé, avec une rémunération de 16 %.

*Troisième cas.* — Le dividende distribué est  $D = 5$  millions =  $i E$ .

Le taux moyen de rémunération du capital versé ressort à 6,25 %.

Dans ces conditions, les conditions d'équivalence conduiraient à :

a) 30 % des suffrages pour une rémunération égale à 10 % du dividende total, c'est-à-dire à  $0,10 \times 0,31 = 3$  % sur le capital versé;

b) 35 % des suffrages pour une rémunération égale à 5 % du dividende total, c'est-à-dire  $0,05 \times 0,31 = 1,5$  % sur le capital versé;

c) 40 % des suffrages pour une rémunération théoriquement nulle.

Les quotités de suffrages privilégiés seraient, dans ce cas, respectivement de : une voix et demie, une voix trois quarts et deux voix par 500 francs de capital versé, pour des taux de rémunération correspondant égaux à 3 %, 1,5 % et 0.

*Remarque.* — Des calculs identiques peuvent être effectués sur les catégories d'actions autres que celles correspondant à 20 % du capital global versé et au vote privilégié.

Dans le cas où le restant du capital soit 80 %, serait attribué à une seule et même catégorie de titres, il est facile de voir que ces derniers devront jouir de revenus privilégiés et disposer d'une quotité de suffrages  $\left(\frac{s}{a}\right)$  inférieure à

la quotité moyenne  $\frac{S}{C}$ .

En effet, dans l'hypothèse a) du deuxième cas, par exemple, il resterait pour 80 % du capital versé un revenu égal à  $(100 - 17,5 \%) = 82,5$  % du dividende total, mais une fraction de suffrages égale seulement à  $(100 - 30) = 70$  % des suffrages totaux.

**V. Représentation graphique des capitaux différenciés.** — Bien que la condition générale de l'équivalence soit simple, elle exige des calculs numériques susceptibles d'apparaître compliqués lorsqu'il s'agit de capitaux formés d'un grand nombre de catégories différentes d'actions. Il est dans ce cas particulièrement avantageux d'utiliser une représentation graphique des conditions d'équivalence.



La formule générale (3') :

$$\gamma (i E + D) = \rho D + \varphi i E,$$

peut également s'écrire :

$$\gamma = \frac{D \rho}{i E + D} + \frac{i E \varphi}{i E + D}.$$

En posant :

$$\varepsilon = \frac{D}{i E + D}$$

et :

$$1 - \varepsilon = \frac{i E}{i E + D}$$

il vient :

$$\gamma = \varepsilon \rho + (1 - \varepsilon) \varphi \tag{6}$$

L'expression (6) peut se mettre sous la forme :

$$\frac{\varphi_1 - \gamma_1}{\varepsilon} = \frac{\varphi_1 - \rho_1}{1} = \frac{\gamma_1 - \rho_1}{1 - \varepsilon} \tag{7}$$

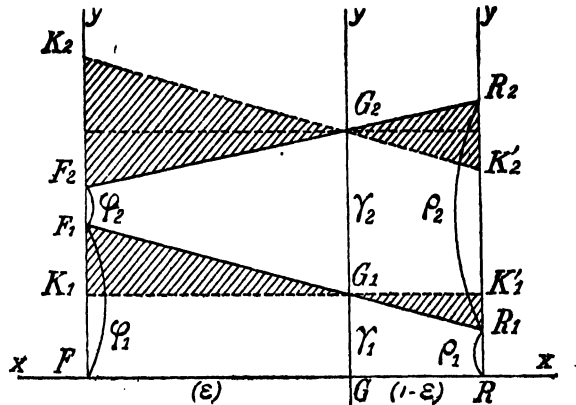
$\varphi_1, \gamma_1, \rho_1$  étant les caractéristiques d'une catégorie de titres (1), les quantités  $\varepsilon$  et  $(1 - \varepsilon)$  étant toujours inférieures à l'unité.

Ces deux dernières relations (7) linéaires en  $\varphi_1, \rho_1$  et  $\gamma_1$  montrent que les quantités  $\varphi_1, \gamma_1$  et  $\rho_1$  correspondent aux ordonnées de trois points situés sur une même droite, les abscisses de ces trois points étant respectivement distantes de  $\varepsilon$  de  $1 - \varepsilon$  et de 1. En effet, portons sur un axe horizontal des abscisses  $x'x$ , une longueur FR égale à l'unité et fixons sur FR le point G tel que FG =  $\varepsilon$  et GR =  $1 - \varepsilon$ . Sur les perpendiculaires Fy, Ry élevées, en F, et R à l'axe des x, nous portons des segments FF<sub>1</sub> =  $\varphi_1$ , RR<sub>1</sub> =  $\rho_1$ . Si on trace la droite F<sub>1</sub>R<sub>1</sub>, et si, par son point d'intersection G<sub>1</sub>, avec Gy, on mène une parallèle K<sub>1</sub>K'<sub>1</sub>, à l'axe des x, il est facile de voir que les triangles rectangles hachurés, F<sub>1</sub>, K<sub>1</sub>, G<sub>1</sub> et R<sub>1</sub>, K'<sub>1</sub>, G<sub>1</sub> sont semblables. Cette similitude permet d'écrire les relations :

$$\frac{F_1 K_1}{\varepsilon} = \frac{R_1 K'_1}{1 - \varepsilon},$$

ou :

$$\frac{\varphi_1 - GG_1}{\varepsilon} = \frac{GG_1 - \rho_1}{1 - \varepsilon}. \tag{7'}$$



La comparaison de la relation (7') avec les relations (7) montre que le troisième segment  $GG_1$  est bien identique à  $\gamma_1$ . La droite  $F_1G_1R_1$  sera désignée par l'expression « droite d'équivalence », relative à la catégorie de titres ( $\gamma_1, \varphi_1, \rho_1$ ).

Le coefficient angulaire de cette droite est égal à  $\frac{FF_1 - RR_1}{1} = \varphi_1 - \rho_1$

Le degré de différenciation ( $\varphi_1 - \rho_1$ ) d'une catégorie de titres ( $\varphi_1, \gamma_1, \rho_1$ ) est donc caractérisé par le coefficient angulaire de la droite d'équivalence.

L'inclinaison de cette droite d'équivalence est, par suite, d'autant plus marquée que le titre est plus fortement différencié; les coefficients angulaires négatifs (inclinaison vers le bas) correspondent à des privilèges sur les voix ( $\varphi_1 > \rho_1$ ) et les coefficients angulaires positifs (inclinaison vers le haut) à des privilèges sur les dividendes. ( $\rho_2 > \varphi_2$ )

La détermination de la droite d'équivalence pour une deuxième catégorie de titres ( $\varphi_2, \gamma_2, \rho_2$ ) peut s'effectuer consécutivement, en prenant pour origine des ordonnées, les points  $F_1, G_1, R_1$ , représentant la première catégorie.

A cet effet, on porte à partir de  $F_1$  et de  $R_1$ , et à leur suite, les segments  $F_1F_2 = \varphi_2, R_1R_2 = \rho_2$ . Si on mène alors par le point d'intersection  $G_2$  de  $F_2R_2$  avec  $G_1$ , une parallèle  $K_2K'_2$  à  $F_1R_1$ , on obtient deux triangles  $F_2K_2G_2$  et  $K'_2R_2G_2$  qui sont semblables. Il en résulte que  $\frac{K_2F_2}{\varepsilon} = \frac{R_2K'_2}{1-\varepsilon}$  ou encore que  $\frac{G_1G_2 - \varphi_2}{\varepsilon} = \frac{\rho_2 - G_1G_2}{1-\varepsilon}$  (7'').

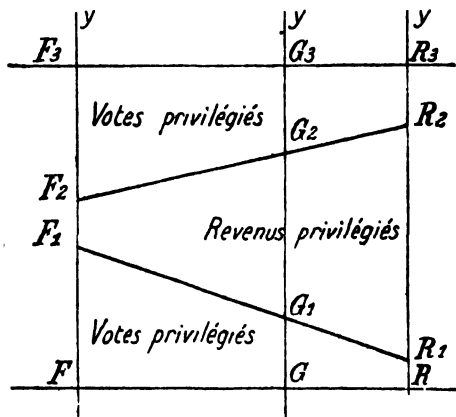
En comparant cette relation (7'') aux relations (7) on en déduit que  $G_1G_2$  ne diffère pas de  $\gamma_2$ .

Il serait possible de tracer de la même manière à partir de  $F_2G_2R_2$ , la droite d'équivalence  $F_3G_3R_3$  correspondant à une troisième catégorie de titres et ainsi de suite, pour toutes les catégories de titres formant le capital envisagé.

Il y a lieu de remarquer par ailleurs que les quantités  $\gamma_1, \gamma_2, \dots$  et  $\varphi_1, \varphi_2, \dots, \rho_p$  sont toutes positives et liées par les relations :

$$\begin{cases} \gamma_1 + \gamma_2 + \dots + \gamma_p = 1 \\ \varphi_1 + \varphi_2 + \dots + \varphi_p = 1 \\ \rho_1 + \rho_2 + \dots + \rho_p = 1 \end{cases}$$

Les segments  $FF_p, GG_p, RR_p$ , égaux respectivement aux trois sommes pré-



(fig. 2)

cédentes, sont donc égaux à l'unité  $FF_p = GG_p = RR_p = 1$ . La droite d'équivalence de la dernière catégorie de titres ( $F_p G_p R_p$ ) est donc constituée par une parallèle de l'axe  $xx'$ , située à une distance de cet axe, égale à l'unité.

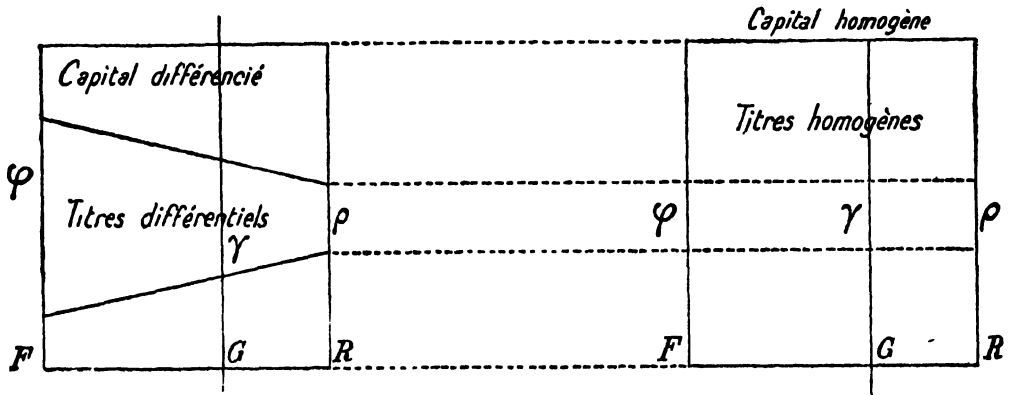
Il s'ensuit que les droites d'équivalence  $F_1G_1R_1$ ,  $F_2G_2R_2$ ,  $F_{p-1}G_{p-1}R_{p-1}$ , (construites les unes à la suite des autres) se trouvent entièrement situées à l'intérieur d'un carré  $FF_p RR_p$  de côté égal à 1, la dernière de ces droites d'équivalence,  $F_pG_pR_p$ , coïncidant avec le côté horizontal supérieur du carré (fig. 2).

Un tel abaque de droites limité par les côtés du carré égal à l'unité, permet de fixer graphiquement au moyen des segments d'ordonnées, compris entre deux droites d'équivalence consécutives, les éléments  $\gamma$ ,  $\varphi$  et  $\rho$  de chaque catégorie de titres (fig. 2).

Les angles, ouverts dans la direction des  $\varphi$  correspondent à des votes privilégiés, et les angles ouverts dans la direction des  $\rho$ , à des privilèges sur dividendes. L'ouverture de l'angle est d'autant plus marquée, que l'écart ( $\varphi - i$ ) est plus grand, c'est-à-dire que le degré de différenciation de la catégorie de titres correspondante est plus élevé.

Un tel carré, avec les droites d'équivalence, à inclinaisons variées, qu'il renferme, caractérise d'une manière précise la « différenciation » du capital envisagé. Nous le désignerons sous le nom de « carré de différenciation ».

Dans le cas particulier d'un capital non différencié (c'est-à-dire dans lequel toutes les catégories de titres jouissent de droits identiques) les lignes d'équivalence sont des horizontales, les caractéristiques ( $\varphi$ ) étant alors égales aux



(fig. 3)

caractéristiques ( $\rho$ ) correspondantes. Le carré est dans ce cas divisé en bandes horizontales correspondant aux diverses catégories de titres. Leur ensemble constitue la représentation d'un « capital homogène » (fig. 3).

L'usage d'un carré de différenciation, dont les côtés, égaux à l'unité, sont gradués en centièmes (avec une échelle convenable) permet de résoudre par simple lecture, la plupart des problèmes relatifs à la constitution d'un capital différencié. Il suffit en effet de tracer la verticale passant par le point  $G$  défini par les caractéristiques  $D, i, E$ , du capital social, et de tracer les droites de différenciation correspondant à deux des éléments ( $\varphi$ ,  $\gamma$  et  $\rho$ ) que l'on désire attribuer aux diverses catégories de titres pour obtenir le troisième élément correspondant.

*Classification des titres de capital différenciés.* — Le carré de différenciation permet de mettre en évidence une classification simple des actions de capital, d'après l'importance relative de leurs suffrages et de leurs revenus. La figure ci-après indique les droites d'équivalence correspondant aux cinq principales catégories d'actions de capital (fig. 4) :

1°  $\rho = 0$  actions de contrôle (rendement nul pour un potentiel maximum par franc de capital versé);

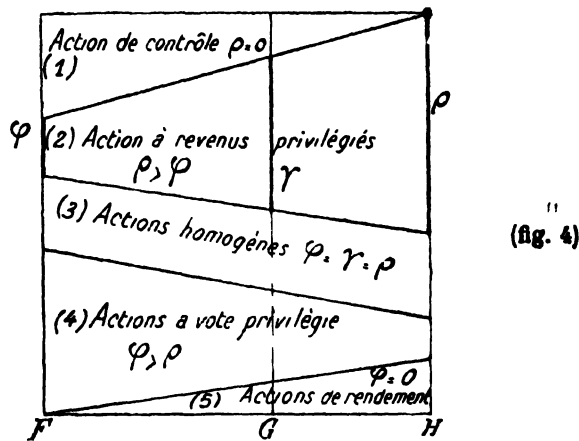
2° Actions à revenu privilégié  $\rho > \varphi$ ;

3° Actions homogènes  $\rho = \varphi = \gamma$ ;

4° Actions à vote privilégié  $\varphi > \rho$ ;

5°  $\varphi = 0$  actions de rendement ou obligations participantes (à rendement maximum, mais à potentiel nul).

Cette grande variété des actions de capital montre que le carré de différenciation permet d'obtenir théoriquement toutes les combinaisons possibles entre les associés. L'usage de ces combinaisons aurait certainement l'avantage de réaliser une adaptation plus étroite des intérêts de chaque associé à son rôle effectif dans l'activité sociale. Cependant, l'introduction des différenciations extrêmes soulèveraient en pratique de nombreuses difficultés d'ordre statutaire. Cette diversité risquerait en outre d'amener une instabilité exagérée dans notre



organisation économique. Il est donc nécessaire de rechercher pour l'application pratique de la règle d'équivalence, les limites raisonnables entre lesquelles peut être réalisée la différenciation des capitaux.

**VI. Résultats et limites pratiques de la condition d'équivalence.** — L'expression (4)  $(\gamma - \rho) \frac{D}{i} = (\varphi - \gamma) E$  met en évidence le fait que la part de revenus ( $\rho$ ) attribuable à une catégorie de titres est d'autant plus faible pour une même quotité de capital :

1° Que la part de pouvoir ( $\varphi$ ) attribuée à cette catégorie est plus élevée;

2° Que cette part de pouvoir ( $\varphi$ ) s'exerce, toutes choses égales d'ailleurs, sur un capital investi ( $E$ ) plus considérable. Ces résultats sont bien conformes aux sentiments d'équité spéciale dérivant de l'*intuitu pecuniae*, qui admet implicitement l'identité des droits pour tous les associés, sur la valeur d'investissement ( $E$ ) comme sur la valeur de capitalisation ( $V$ ).

On peut encore écrire (4) :

$$(\gamma - \rho) \frac{D}{i} = (\varphi - \gamma) E.$$

Cette relation exprime que l'excès d'investissement  $(\varphi - \gamma) E$  attribué à un titre différentiel au delà de son capital versé  $(\gamma)$ , doit être compensé par une perte équivalente  $-(\rho - \gamma) \frac{D}{i}$  en deçà du rendement auquel ce même titre aurait droit eu égard à son capital versé.

L'expression.....  $(\varphi - \gamma) = (\gamma - \rho) \frac{D}{iE}$  (4)..... montre également que, pour un même capital investi  $E$ , et pour une réduction  $(\gamma - \rho)$  de la rémunération des titres, la marge possible de différenciation  $(\varphi - \gamma)$  sera d'autant plus extensible que le dividende distribué  $(D)$  sera plus élevé.

Cette particularité permet d'étudier certaines limites pratiques d'application de la règle d'équivalence et ses résultats en fonction du rendement des capitaux investis.

a) *Privilèges de suffrages.* — La première limite que l'on peut se proposer de fixer est celle de la rémunération minima d'un titre différentiel. Il semble normal de choisir cette limite de manière à ce que les titres à suffrages élevés ne disposent pas d'une fraction exagérée de propriété ou de pouvoirs. Cette rémunération minima doit rester également compatible avec les notions économiques habituelles sur le rendement des capitaux. On est ainsi conduit à ce principe, que le taux de rémunération  $\theta$  ne doit pas descendre au-dessous de l'intérêt normal  $i$  des capitaux versés. Dans ces conditions, la valeur maxima du privilège de vote attribuable à un titre différentiel sera donnée par la condition d'équivalence où l'on aura préalablement remplacé la rémunération  $\theta$  par une valeur minima prise égale à l'intérêt normal  $i$ .

En faisant usage de la forme d'équivalence 5 bis (où on remplace  $\theta$  par  $i$ ), la quotité maxima de suffrages attribuables par franc de capitaux versé s'exprime par :

$$\frac{s_1}{a_1} = \frac{S}{C} \left[ 1 + \frac{D - iC}{iE} \right] \quad (8)$$

L'expression (8) montre que le rapport  $\pi = \frac{s_1}{\frac{S}{C}}$  de la quotité maxima de suffrages à la quotité moyenne, est une fonction croissante du dividende distribué  $D$ .

Si on suppose que la quotité  $\frac{S}{C}$  représente l'unité de voix, les quotités maxima de suffrages seraient :

Une voix pour  $D = iC$ ;

Deux voix pour  $D = iC + iE$ .

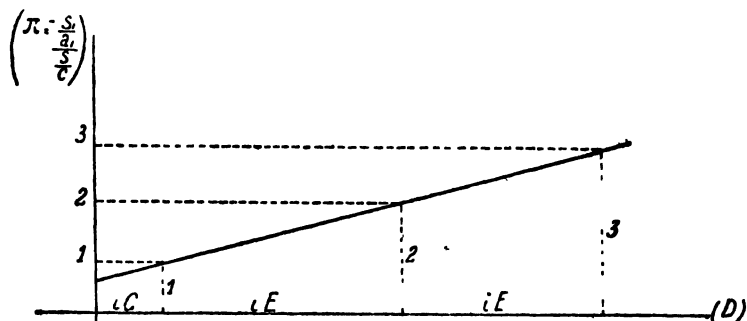
$(n + 1)$  voix pour  $D = iC + niE$ .

Les variations du rapport  $\pi = \frac{s_1}{S} \frac{a_1}{C}$  en fonction du dividende distribué D,

sont représentés graphiquement par une droite, dont le coefficient angulaire est  $\frac{1}{iE}$ , et, dont l'ordonnée pour  $D = iC$  est égale à l'unité (lorsque  $C = E$ , la droite en question passe par l'origine) (fig. 5).

*Remarque.* — L'expression (8) montre que lorsque le dividende distribué devient inférieur à l'intérêt normal du capital versé C; la quotité de suffrages  $\frac{s_1}{a_1}$  devient (pour une rémunération minima égale à cet intérêt normal), inférieure à la quotité moyenne  $\frac{S}{C}$ . Les titres correspondants à l'intérêt  $i$  sont en effet devenus privilégiés quant à leur rémunération ( $i > \frac{D}{C}$ )

Il s'ensuit que leur quotité de suffrage  $\frac{s_1}{a_1}$  se trouve réduite au-dessous de la quotité moyenne, par le jeu de la condition d'équivalence. Dans ces conditions, il n'est pas possible de créer des titres à vote privilégié et, par suite, de diffé-



(fig. 5)

rencier le capital (ce qui exige en effet au moins deux catégories complémentaires d'actions).

b) *Privilèges de revenus.* — Les privilèges de suffrages ont été limités dans ce qui précède, par la rémunération minima ( $i$ ), attribuable à un titre différentiel. De même, les privilèges sur revenus devront être limités par la valeur minima qu'il convient d'attribuer au potentiel investi  $\varphi E$  des titres différentiels. Cette part d'investissement minima doit rester compatible avec la notion habituelle de conservation et d'intangibilité du capital versé  $\gamma C$ . Il semble normal également de choisir cette valeur minima d'investissement de telle manière que sa contre-partie, la rémunération privilégiée, ne présente point un caractère trop spéculatif. On est ainsi conduit à ce principe que la part de capital investi ( $\varphi E$ ) attribuable à chaque titre ne doit pas être inférieure au capital effectivement versé  $\gamma C$ .

La limite minima correspondante de  $\varphi$  serait alors donnée par l'expression :

$$\varphi_2 = \gamma_2 \frac{C}{E}$$

On en déduit la valeur minima de la quotité de suffrages attribuable à un titre différentiel :

$$\frac{s_2}{a_2} = \frac{\gamma_2 S}{\gamma_2 C} = \frac{S}{E}$$

d'où :

$$\frac{s_2}{a_2} = \frac{S}{C} \frac{C}{E} \text{ et } \pi_2 = \frac{s_2}{S} = \frac{C}{E}. \quad (9)$$

Le principe précédent revient donc à n'admettre la légitimité des privilèges sur revenus  $\left(\frac{s_2}{a_2} < \frac{S}{C}\right)$  que pour une valeur E du capital investi supérieure à celle du capital versé C, c'est-à-dire lorsque l'association dispose de réserves réelles ( $R = E - C$ ).

Dans ce cas, la rémunération maxima  $\theta_2$  des titres à revenus privilégiés peut s'écrire :

$$\theta_2 = \frac{D}{C} - \frac{i E}{C} \left[ \frac{C}{E} - 1 \right]$$

ou :

$$\theta_2 = \frac{D}{C} + i \left[ \frac{E - C}{C} \right]. \quad (10)$$

*Remarque.* — L'expression (9) montre que si le capital investi (E) devenait inférieur au capital versé (C) (cas de pertes effectives),  $\frac{s_2}{a_2}$  deviendrait supérieur à  $\frac{S}{C}$  (suffrages privilégiés). Il ne serait donc pas possible d'envisager dans cette hypothèse l'existence de titres complémentaires à revenus privilégiés. Par suite, toute différenciation du capital serait impossible à réaliser (le carré de différenciation montre en effet la nécessité des deux catégories de titres simultanés).

c) *Écart maximum de différenciation.* — Sur la base des limites qui viennent d'être étudiées, on peut établir les rapports extrêmes des quotités maxima et minima de suffrages, ou de revenus, attribuables aux titres différentiels d'un même capital.

Le rapport des quotités extrêmes des suffrages privilégiés et minima est donné par l'expression :

$$r_s = \frac{\frac{s_1}{a_1}}{\frac{s_2}{a_2}} = \frac{1 + \frac{D - i C}{i E}}{\frac{C}{E}}$$

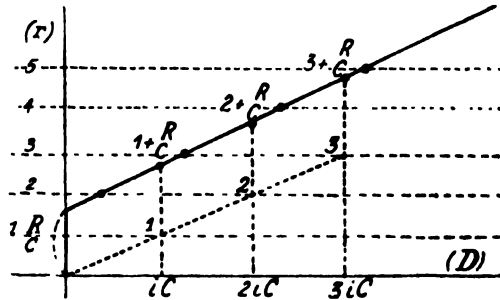
ou :

$$r_s = \frac{\theta_2}{i} = \frac{D}{i C} + \frac{E - C}{C} \quad (11)$$

De même, le rapport des taux extrêmes de revenus attribués et minima est égal à :

$$r_a = \frac{\theta_2}{i} = \frac{D}{i C} + \frac{E - C}{C}. \quad (11)$$

On vérifie immédiatement que  $r_d = r_s$ , ce qui était à prévoir en raison de la symétrie des relations d'équivalence.



(Fig. 6).

L'expression (11) montre par ailleurs que l'écart maximum de différenciation  $r$  croît linéairement avec le dividende distribué. Les variations du rapport, qui mesure cet écart, sont représentées graphiquement par une droite (de coefficient angulaire  $\frac{1}{iC}$  dont l'ordonnée, à l'origine est égale à  $\frac{R}{C} = \frac{E - C}{C}$  (fig. 6).

Ces résultats permettent d'énoncer la règle suivante :

*L'écart maximum de différenciation (en taux de rémunération ou en quotités de suffrages par franc de capital versé) doit être pratiquement limité au quotient du dividende majoré de l'intérêt normal des réserves par l'intérêt normal du capital versé*  $\left( r = \frac{D + iR}{iC} \right)$ .

En particulier, si le dividende distribué est nul, l'écart maximum de différenciation est égal au quotient des réserves par le capital versé.

Il est facile d'établir la condition générale permettant la différenciation pratique d'un capital.

L'écart de différenciation  $r$  devant être supérieur à l'unité; il faut que l'on ait :

$$D > i(C - R).$$

*La différenciation d'un capital (C) n'est pratiquement admissible que pour un dividende distribué supérieur à l'intérêt normal du capital versé préalablement diminué de l'intérêt normal des réserves acquises (R).*

En particulier, si la Société ne dispose d'aucune réserve ( $R = 0$ ); la différenciation n'est pratiquement légitime que si le dividende distribué est supérieur à l'intérêt normal du capital versé.

Dans le cas où, aucun dividende n'est distribué, la différenciation reste légitime, si les réserves sont supérieures au capital versé ( $R > C$ ).

Si  $R = 0$  (c'est-à-dire si le capital investi  $E$  ne diffère pas du capital versé  $C$ ) l'écart maximum de différenciation (sur les suffrages ou les revenus) est égal au quotient du dividende distribué par l'intérêt normal du capital versé.

En particulier si  $D = iC$ , on a  $\frac{s_1}{a_1} = \frac{s_2}{a_2} = \frac{S}{C}$  ou  $\epsilon_2 = i$  (capital neuf, pas de différenciation).



De même, si  $D = ni C$ , on a  $\frac{s_1}{a_1} = n \frac{s_2}{a_2}$ , ou  $\theta_2 = ni$  (différenciation =  $n$ ).

d) *Cas particuliers*  $D = i E$ . — Un cas spécialement intéressant est celui qui correspond à un dividende distribué égal à l'intérêt normal des capitaux investis ( $D = i E$ ).

La règle d'équivalence (4) peut s'écrire alors :

$$\rho = 2\gamma - \varphi,$$

ou :

$$\gamma = \frac{\varphi + \rho}{2}. \quad (12)$$

Elle exprime sous cette forme simple que « la quotité de capital versé doit être égale à la demi-somme de la quotité de voix et de la quotité de revenus, pour chacune des catégories de titres différentiels. »

Les privilèges de vote et de revenus seraient limités, dans cette hypothèse, par les trois relations :

$$\frac{s_1}{a_1} = \frac{S}{\bar{C}} \left[ 1 + \frac{E - C}{E} \right] \quad (8 \text{ bis})$$

$$\theta_2 = i \left[ 1 + 2 \frac{(E - C)}{C} \right] \quad (10 \text{ bis})$$

et

$$r = 1 + 2 \frac{(E - C)}{C}. \quad (11 \text{ bis})$$

Ces résultats expriment que, s'il existe des réserves ( $E - C > 0$ ) et si le dividende distribué est égal à l'intérêt normal du capital investi, l'écart maximum de différenciation  $r$  est égal à l'unité, plus deux fois le quotient des réserves par le capital versé.

L'écart maximum de différenciation ressort ainsi à 3 voix (ou à 3 fois l'intérêt normal) lorsque les réserves sont égales au capital versé.

*Remarque (1).* — Tous les résultats précédents peuvent être immédiatement déduits des expressions (5) et (5 bis) donnant  $\frac{\theta}{i}$  et  $\frac{s}{a}$  après avoir mis celles-ci

sous la forme d'une relation directe entre  $\frac{\theta}{i}$  et  $\frac{\frac{s}{a}}{\bar{S}}$ .

L'expression (5) peut s'écrire, en effet :

$$\text{ou : } \left\{ \begin{array}{l} \frac{\theta}{i} + \frac{\frac{s}{a}}{\bar{S}} = \frac{D + i E}{i C} \\ \frac{\theta}{i} + \frac{\frac{s}{a}}{\bar{S}} = 2 + \frac{D - i(C - R)}{i C} \end{array} \right. \quad (5 \text{ ter})$$

Les expressions (5 ter) mettent en évidence ce fait que pour obtenir des valeurs de  $\theta$  et de  $\frac{s}{a}$  respectivement supérieures à l'intérêt minimum  $i$ , ou à la quotité de voix minima  $\frac{S}{E}$  le dividende distribué  $D$  doit satisfaire à la condition déjà trouvée :

$$D > i(C - R).$$

La première de ces deux expressions permet en outre d'énoncer la condition d'équivalence entre les suffrages et les revenus sous une forme susceptible d'être facilement utilisée en pratique :

RÈGLE. — *La somme du rapport du taux de rémunération ( $\theta$ ) d'un titre différentiel au taux d'intérêt normal ( $i$ ) et du rapport de sa quotité de suffrages par franc de capital versé à la quotité moyenne par franc de capital investi ( $\frac{S}{E}$ ) doit être égale au quotient du dividende distribué majoré de l'intérêt normal du capital global investi, par l'intérêt normal du capital global versé.*

Exemples :

$$\text{Si } \theta = 2i \text{ et si } \frac{D + iE}{iC} = 3, \text{ on en déduit } \frac{s}{a} = (3 - 2) \frac{S}{E} = \frac{S}{E}$$

$$\text{Si } \theta = 3i \text{ et si } \frac{D + iE}{iC} = 5, \text{ on en déduit } \frac{s}{a} = 2 \frac{S}{E}$$

$$\text{Si } \theta = i \text{ et si } \frac{D + iE}{iC} = 3, \text{ on en déduit } \frac{s}{a} = 2 \frac{S}{E}.$$

Remarque (2). — Les expressions (8 bis), (10 bis) et (11 bis) montrent en particulier que lorsque le capital investi  $E$  est égal au capital versé  $C$ , le dividende distribué étant égal à l'intérêt normal du capital ( $iC$ ), il est impossible (dans l'hypothèse des limites  $i$  et  $\gamma C$  adoptées pour les valeurs minima, de  $\theta$  et de  $\varphi E$ ) de réaliser une différenciation du capital social.

Ce cas très particulier ( $E = C$ ,  $D = iC$ ) correspond à la constitution d'une société nouvelle. En effet, le capital investi  $E$  est alors égal au capital versé ( $C$ ) et correspond effectivement (si les apports en nature ou en numéraire sont normalement estimés) à une rémunération  $D$ , égale par définition à l'intérêt normal du capital neuf ( $C$ ) engagé à l'origine.

Le résultat précédent montre qu'il faudrait — pour rendre possible la différenciation « *intuitu pecuniae* » d'un capital neuf, à l'origine d'une société — adopter des limites minima de  $\theta$  et de  $\varphi E$ , plus éloignées l'une de l'autre que ne le sont  $i$  et  $\gamma C$ . La rémunération normale  $D = iC$  deviendrait alors suffisante pour permettre la différenciation des souscripteurs initiaux.

Dans cette dernière hypothèse, la relation d'équivalence devrait être utilisée sous la forme (12)  $\gamma = \frac{\varphi + \varrho}{2}$  ou sous la forme des deux relations (5 ter)

dans lesquelles D aurait été préalablement remplacé par sa valeur  $i C$ . Elles s'exprimeraient alors par :

$$\theta = i \left[ 2 - \frac{\frac{s}{a}}{\frac{S}{C}} \right]$$

et :

$$\frac{s}{a} = \frac{S}{C} \left[ 2 - \frac{\theta}{i} \right].$$

Il a été montré — dans la classification générale des titres différentiels — qu'il était théoriquement possible de différencier un capital quelconque — en attribuant aux fractions  $\varphi$  ou  $\varrho$  des valeurs extrêmes, même nulles (actions de rendement ou de contrôle). La différenciation des associés, dès la constitution d'une société, reste donc possible — en théorie. Cependant, les raisons de stabilité et de simplicité précédemment invoquées paraissent devoir être suffisantes pour subordonner toute différenciation aux résultats préalables de l'activité sociale (dividende supérieur à l'intérêt normal ou réserves acquises).

**VII. Exemples de contrôles numériques sur les actions à vote plural existantes.** — L'application de la formule générale (3')  $\gamma (i E + D) = \varrho D + \varphi i E$  suppose la détermination préalable, à un instant donné, des éléments  $E$ ,  $i$ ,  $D$ , d'une part, et la fixation, d'autre part, au même instant, de deux des caractéristiques ( $\gamma$ ,  $\varphi$  et  $\varrho$ ), la troisième devant résulter de la relation (3') elle-même. Pratiquement, celle-ci fournit toujours une solution acceptable pour  $\gamma$  lorsque  $\varphi$  et  $\varrho$  sont positifs et inférieurs à 1. Il est donc aisé de vérifier, à tout moment, la condition d'équivalence sur les titres différentiels d'une société, en s'assurant que leur caractéristique  $\gamma$  ne diffère pas de celle que fournirait l'application de l'équation (3') où les quantités  $E$ ,  $i$ ,  $D$ ,  $\varphi$  et  $\varrho$  auraient été préalablement remplacées par leurs valeurs numériques effectives.

Le problème pratique revient donc à déterminer aussi logiquement que possible à un instant donné les valeurs numériques de  $E$ ,  $D$ ,  $\varphi$  et  $\varrho$ , d'après les renseignements fournis par les comptes, les bilans et les statuts de la société considérée,  $i$  étant pris égal au taux d'intérêt normal des capitaux.

De toute façon, il ne faut pas perdre de vue qu'il entre dans la détermination des éléments  $E$ ,  $D$ , et  $i$ , constitutifs de la valeur des richesses, une part subjective d'appréciation que l'on ne saurait codifier d'une façon parfaite. Les règles précédentes doivent donc être appliquées avec discernement, et en tenant compte des données psychologiques relatives à chaque cas d'espèce.

Le tableau ci-joint indique pour six sociétés, françaises et étrangères, ayant créé des actions à droit de vote privilégié :

*N.-B.* — Il est nécessaire d'observer certaines précautions lorsqu'on déduit la fraction  $\rho$  du libellé des clauses statutaires fixant la répartition des bénéfices sociaux et de l'actif disponible en cas de liquidation. Si  $V_a$  représente la valeur capitalisée des revenus proprement dits,  $V_l$  la valeur actuelle de la liquidation, la valeur utilité totale est  $V = V_a + V_l$ . En désignant par  $\rho_a$  la fraction des droits aux revenus et par  $\rho_l$  la fraction des droits sur l'actif de liquidation, la valeur la plus probable de  $\rho$  sera donnée par l'expression  $\rho = \frac{\rho_a V_a + \rho_l V_l}{V}$

1° Les éléments du capital C, et des clauses statutaires, fixant les quantités  $\gamma$  et  $\varphi$ ;

2° Les quantités  $E, \frac{D}{i}$  et  $\varphi$  déduites des résultats figurant aux derniers bilans publiés;

3° La fraction normale  $\gamma_0 = \frac{\varphi D + \varphi iE}{iE + D}$  du capital social qui aurait dû être versée par les actions à vote privilégié, en vue de satisfaire à la condition d'équivalence.

Les cinq premières sociétés ne présentent que deux catégories de titres, dont une disposant du vote privilégié; la sixième (G) présente la particularité intéressante de deux catégories de titres jouissant de privilèges de vote sur une troisième catégorie d'actions dites ordinaires.

Le tableau de contrôle ci-joint montre qu'en dehors de la Société G (pour ses actions P) les actions à vote privilégié de ces diverses sociétés ont versé une fraction de capital  $\gamma$  notablement inférieure à la fraction  $\gamma_0$  qu'elles auraient dû verser par application de la condition d'équivalence (3°) conforme au principe de l'*intuitu pecuniae*.

Le tableau ci-dessous met en évidence les valeurs de  $\gamma$  et de  $\gamma_0$  relatives aux six sociétés considérées.

<i>Sociétés</i>		$\gamma$	$\gamma_0$	$\gamma_0 - \gamma$
A . . . . .		0,07	0,53	+ 0,46
B . . . . .		0,05	0,13	+ 0,08
D . . . . .		0,056	0,29	+ 0,234
E . . . . .		0,08	0,185	+ 0,105
F . . . . .		0,048	0,30	+ 0,251
G 1 . . . . .		0,145	0,095	— 0,05
G 2 . . . . .		0,036	0,14	+ 0,104

Il serait erroné de prétendre qu'une telle insuffisance prouve de la part des dirigeants de ces sociétés l'intention délibérée de spolier les actionnaires porteurs d'actions ordinaires. Sauf cas exceptionnels, la création des actions à vote privilégié a eu au contraire pour effet de protéger la majorité des porteurs d'actions ordinaires contre les aventures d'une instabilité de gestion.

L'insuffisance des capitaux souscrits par les actions à vote plural provient, en général, de la hâte ou de l'impréparation avec lesquelles ces mesures de protection ont été adoptées.

La différence  $\gamma_0 - \gamma$  indique surtout l'importance relative des capitaux que les gestionnaires de ces sociétés ne pouvaient réunir dans le délai souvent très court dont ils disposaient en période économique troublée, pour assurer la continuité de la gestion.

Il est facile de déterminer par calcul simple les pourcentages de capitaux supplémentaires qui devraient être appelés sur les titres privilégiés des diverses sociétés, en vue d'obtenir, après cette opération, une valeur de  $\gamma$  compatible avec la condition d'équivalence et, par suite, avec le principe strict de l'*intuitu pecuniae*.

En particulier, dans le cas où il existe seulement une catégorie d'actions privilégiées, l'augmentation de capital à supporter de ce chef par la catégorie

privilegiée serait donnée par l'expression  $\frac{\Delta C}{C} = \frac{\gamma_0 - \gamma}{1 - \gamma_0}$ . Une expression analogue permet d'effectuer ce calcul lorsqu'il existe deux catégories privilégiées (Société G).

La prime complémentaire devant être versée, sur chaque titre à vote privilégié, s'obtient alors en divisant  $\Delta C$  par le nombre de titres correspondant.

Les résultats obtenus, indiqués sur le tableau de contrôle sont reproduits ci-dessous :

Sociétés	% de variation de capital	Capital initial versé par action privilegiée	Primes de régularisation par titre à vote privilégié
A . . . . .	+ 97 %	100	+ 1.384
B. . . . .	+ 9 %	100	+ 172
D . . . . .	+ 33 %	50	+ 290
E . . . . .	+ 12,8 %	Parts sociales s. val. nominale	+ 3.525
F. . . . .	+ 36 %	100	+ 740
G 1 . . . . .	— 4,3 %	1.000	— 295
G 2 . . . . .	+ 11,3 %	1.000	+ 3.107

Les chiffres ci-dessus montrent dans quelle mesure les conditions d'émission des actions à vote privilégié se sont éloignées du principe de l'*intuitu pecuniae*, mais ils montrent également que les pourcentages d'augmentation de capital permettant de rétablir l'accord avec ledit principe seraient relativement acceptables pour la plupart des sociétés étudiées (la Société A constitue seule un cas exceptionnel; ses dirigeants auraient d'ailleurs diminué par la suite les privilèges exorbitants qui avaient été attribués à l'origine aux actions de vote privilégié étudiées ci-dessus).

VIII. — Critique des résultats de l'*Intuitu pecuniae*. — Les résultats qui précèdent sont en accord logique avec les principes de la loi de 1867 (proportionnalité de la valeur  $x$  aux capitaux versés  $x = \gamma W$  (voir p. 75). Ils constituent donc, près du corps principal de cette législation, une simple annexe fondée sur l'analyse de la notion de valeur. Toutefois, leur caractère, — rationnel comme le principe de la loi de 1867, — s'oppose dans une certaine mesure aux lois concrètes de l'expérience. Celle-ci nous montre en effet, dans la majorité des cas, que l'accroissement des pouvoirs de gestion et l'accroissement d'utilité sont indissolublement liés par l'intérêt individuel, et varient dans le même sens sous son influence. Ici, au contraire, le pouvoir de disposition maximum devient la contre-partie d'une utilité minimum. L'intérêt individuel perd tout caractère personnel et ne représente plus qu'une fraction numérique de l'intérêt collectif. Il s'ensuit que les catégories de titres à suffrages élevés dont le rôle normal consiste à diriger l'effort collectif, deviennent, avec la règle d'équivalence, les moins « intéressées » au résultat de cet effort, puisqu'elles reçoivent la rémunération la plus faible. Les notions de sanction et de responsabilité tendent, de ce fait, à disparaître.

Il n'est guère besoin d'insister pour faire sentir que l'identification mystique des associés à de purs capitaux matériels (conception de la loi de 1867), conduit ainsi à une éthique abstraite, à une organisation sociale difficile à réaliser, sans une transformation préalable de la morale des associés.

Dans le cadre présent de nos mœurs, la construction exclusivement rationnelle de l'association de capitaux doit recevoir par suite un aménagement complémentaire, susceptible de laisser aux individualités la place qui leur revient.

Un essai a été tenté dans ce sens au chapitre qui suit — et ce, par l'adjonction aux résultats stricts fournis par l'*intuitu pecuniae*, de certains facteurs que l'analyse de l'activité des sociétés et des résultats de leur gestion, permet d'attribuer, plus spécialement, à l'élément humain.

### CHAPITRE III

#### Conditions générales d'équivalence entre les droits et les engagements des titres à privilèges complexes

(*Titres de capital modifiés par des avantages particuliers.*)

Les relations entre les privilèges de potentiel et d'utilité viennent d'être étudiées dans l'hypothèse abstraite d'un *intuitu pecuniae* parfait, c'est-à-dire supposant la valeur totale  $W$  d'une richesse collective, répartie proportionnellement à l'apport matériel et comptable de chacun des associés. Ceux-ci ont été assimilés de ce fait à leurs propres participations; ils ont ainsi perdu tout caractère qualitatif pour devenir de simples entités numériques.

L'expérience et la pratique de la loi de 1867 montrent que ce troc conventionnel du concret contre l'abstrait, n'est jamais réalisable dans les associations humaines.

En réalité, certains associés, généralement peu nombreux, représentent personnellement, pour la collectivité, une importante source de valeurs (soit en revenus, soit en avantages, soit en services ou en influence, etc...) — apport qu'il est presque toujours difficile de comptabiliser directement avec le capital versé.

Divers associés spéciaux interviennent ainsi dans la production et la circulation des richesses. Ce sont, notamment, les inventeurs ou les promoteurs de procédés ou d'idées nouvelles, les fondateurs de sociétés, les administrateurs, les gérants et les directeurs, les sociétés alliées, et, dans certaines limites, les pouvoirs publics concessionnaires, etc...

Ces associés apportent à la collectivité des biens immatériels sous une forme inassimilable à l'inertie du capital comptable. Ils reçoivent généralement en échange de ces biens — et sans contre-partie de versement en numéraire — certains avantages particuliers de potentiel et d'utilité constituant de véritables *privilèges « intuitu personae »* (privilèges de revenus, de votes, de répartition, de souscription).

Le rôle de ces associés privilégiés est absolument indispensable à la vie et au développement des sociétés de capitaux. Ils constituent le germe de leur fructification et de leur renouvellement. On ne saurait donc les évincer au nom d'un principe abstrait. Par contre, les avantages particuliers et les privilèges qu'ils reçoivent, doivent rester dans des limites plausibles. Toute la difficulté réside ainsi dans la recherche d'un critérium permettant d'apprécier les rôles respectifs

des hommes et des capitaux dans le développement d'une richesse collective. Il serait téméraire de vouloir apporter à ce problème une solution exclusivement rationnelle. Néanmoins, certains facteurs quantitatifs y interviennent que nous avons essayé de mettre en évidence ci-après :

**Les trois rôles fondamentaux des associés dans une société de capitaux.** — La mise en œuvre d'une richesse productive exige de la part de ceux qui y sont intéressés des actes de trois catégories psychologiques distinctes :

1<sup>o</sup> Des mises de fonds et des *apports matériels* indispensables à la constitution de l'outil de travail initial (*rôle du capitaliste pur*).

2<sup>o</sup> Des actes continus de répétition et d'imitation, c'est-à-dire une *force de travail* indispensable à l'obtention des *produits matériels* dérivés du capital outil (*rôle tenu en général par le producteur salarié*).

3<sup>o</sup> Des actes discontinus d'invention ou de création (inventions techniques, administration, gestion, etc...) qui permettent de valoriser les produits obtenus et de les adapter aux besoins économiques, par l'utilisation optima du capital outil, etc... (*rôle tenu en général par le producteur dirigeant*).

Les trois modes d'activité définis ci-dessus correspondent aux trois fonctions respectives du capital, du travail et de l'intelligence.

L'organisation collective tend à spécialiser chaque associé dans l'un de ces trois rôles, bien que le développement normal des richesses exige leur accord en un principe unique d'action. Ces diverses fonctions peuvent d'ailleurs être simultanément exercées par une même personne, car c'est la nature de l'acte qui importe, indépendamment de la place effective occupée par l'individu dans la hiérarchie sociale.

Il apparaît ainsi qu'en regard du capital proprement dit, l'activité intérieure d'une société comporte des actes d'imitation et d'invention dont l'ensemble coordonné représente *les services* des personnes intéressées à la mise en œuvre du patrimoine.

Dans cet ensemble, les associés fournissent eux-mêmes, en tant que capitalistes, des services variés. Ceux-ci peuvent être réduits aux trois rôles principaux de souscripteur anonyme (capitaliste passif, épargnant ou spéculateur), d'actionnaire actif ou régulier (capitaliste participant aux actes sociaux), et d'actionnaire inventif (capitaliste, dirigeant ou gérant). Chacun de ces rôles correspond plus particulièrement à l'une des trois catégories de fonctions précédemment définies.

C'est ainsi qu'un porteur anonyme n'assistant pas aux assemblées (capitaliste pur), est, vis-à-vis de la société, une simple entité numérique représentant l'« *intuitu pecuniae* ». Il n'intervient pas dans la gestion courante, et reste inconnu de ses co-associés. Son but exclusif est de réaliser un bénéfice par le seul fait de la possession matérielle d'une fraction du patrimoine social. Il constitue l'élément flottant et instable de ce patrimoine bien qu'il contribue indirectement à sa valorisation sur les marchés.

Par contre, l'actionnaire normal qui participe régulièrement aux assemblées ou qui figure sur les registres nominatifs depuis une certaine période, apporte, en plus de sa souscription matérielle, un service effectif et personnel à la Société. Tout en contribuant à la stabilité du capital, il remplit, à intervalles périodiques, certains actes de présence ou de contrôle — modestes sans doute

— mais indispensables à l'existence normale de l'association. Lorsqu'un tel actionnaire, possède un nombre important de titres, ou qu'il fait partie du Conseil d'administration, il rend, de ce chef, des services notables. On peut dire, que, par sa contribution répétée sur le plan administratif à la gestion banale de la société, il représente un véritable « travailleur » du capital.

Enfin, sur un plan supérieur, certains associés spéciaux, limités en nombre, (comités de direction, administrateurs délégués), ont vis-à-vis de leurs actionnaires la responsabilité des conceptions et des décisions, intéressant toute l'activité sociale. En plus de leur souscription matérielle, et en dehors des « travaux » de gestion courante, ces personnes sont appelées à prendre des initiatives, c'est-à-dire à fournir des efforts d'invention ou de création, dans le but d'assurer aux capitaux investis une rémunération maxima.

En résumé, ce sont elles qui gèrent effectivement les affaires sociales.

Le problème de l'attribution de certains privilèges aux diverses catégories de capitalistes ne diffère pas de celui qui consiste à rechercher dans quelle mesure leurs services respectifs interviennent dans la formation et la conservation de la valeur du patrimoine commun (W).

#### I. — Répartition de la valeur d'un patrimoine entre les capitaux et les services.

— Si W désigne dans un patrimoine collectif, la valeur la plus probable d'échange et C le capital versé, on peut écrire  $W = C + (W - C)$ , l'expression  $(W - C)$  représentant (en valeur algébrique) la plus-value totale sur le capital versé. Remarquons à ce sujet que, si E désigne le capital investi, on peut écrire :  $W - C = (W - E) + (E - C) = G$ . La plus-value totale sur le capital C s'obtient donc en ajoutant aux réserves  $R = E - C$ , l'excès de la valeur globale W sur le capital investi, E.

La plus-value totale G provient de services très divers comme le montre déjà son expression en fonction des réserves. Des actes de travail ou de répétition, comme des actes de gestion pure ou de création inventive y interviennent, aussi bien dans le cas de dividendes réservés ( $R > 0$ ) que dans le cas de pertes comptabilisées ( $R < 0$ ). Par ailleurs, cette plus-value n'est pas entièrement indépendante du capitaliste souscripteur. Celui-ci possède en effet des droits sur une partie des dividendes réservés. D'autre part, son action anonyme sur le marché boursier règle le crédit servant de base à la plus-value elle-même.

En raison de la complexité du phénomène, l'analyse directe ne permet pas de fixer dans quelle proportion les trois éléments d'activité capitaliste (souscription, travail et invention), contribuent à la formation de la plus-value. En effet, ces trois formes d'actes ne sont pas réductibles à une commune mesure.

L'observation et l'expérience montrent cependant que la création et le développement d'une richesse dépendent rigoureusement de l'existence et de l'accord simultanés de ces trois éléments. Il semble donc que dans l'hypothèse moyenne d'un équilibre économique stable, ces éléments d'activité soient aussi indispensables l'un que l'autre à la formation de la plus-value.

Par contre, il est aisé de voir que les fractions  $\omega_m, \omega_t, \omega_g$  de cette plus-value G, respectivement attribuables aux divers groupes capitalistes passifs, actifs et dirigeants, doivent être entièrement différentes. La fonction ( $m$ ) de souscripteur ne comporte en effet qu'un acte anonyme de possession, tandis que le groupe



actif (*t*) ajoute à cet acte un travail personnel, ces deux attributions étant complétées dans la catégorie dirigeante (*g*) par des actes spéciaux de gestion. Les coefficients  $\omega_m, \omega_t, \omega_g$ , doivent donc satisfaire pour un même capital versé, à la double inégalité  $\omega_m < \omega_t < \omega_g$ .

*Formule de répartition.* — D'une manière générale (abstraction faite de toute hypothèse, sur la détermination des coefficients  $\omega_m, \omega_t, \omega_g$ ), on peut exprimer sous une forme simple les parts  $x_m, x_t, x_g$ , revenant sur la valeur globale *W*, à chacune des trois catégories d'associés.

En effet, le capital *C* devant être réparti proportionnellement aux fractions versées,  $\gamma_m, \gamma_t$ , et  $\gamma_g$ , et la plus-value *G* devant être répartie, proportionnellement à l'importance des coefficients  $\omega_m, \omega_t, \omega_g$ , on peut écrire :

$$\begin{aligned} x_m &= \gamma_m C + \omega_m (W - C) \\ x_t &= \gamma_t C + \omega_t (W - C) \\ x_g &= \gamma_g C + \omega_g (W - C) \end{aligned} \tag{13}$$

avec la condition :

$$\omega_m + \omega_t + \omega_g = 1.$$

Les trois expressions précédentes peuvent également se mettre sous la forme :

$$\begin{aligned} x_m &= \gamma_m W + (\omega_m - \gamma_m) (W - C) \\ x_t &= \gamma_t W + (\omega_t - \gamma_t) (W - C) \\ x_g &= \gamma_g W + (\omega_g - \gamma_g) (W - C). \end{aligned} \tag{14}$$

Les facteurs  $(\omega_m - \gamma_m)$ ,  $(\omega_t - \gamma_t)$  et  $(\omega_g - \gamma_g)$  caractérisent les *privileges complexes* (positifs ou négatifs) attribués aux trois catégories de titres, en dehors de leurs droits normaux fixés par les quotités respectives de capital versé  $\gamma_m, \gamma_t$  et  $\gamma_g$ .

Lorsque  $\omega_m = \gamma_m, \omega_t = \gamma_t, \omega_g = \gamma_g$ , les droits sur la plus-value (*W - G*), sont proportionnels aux capitaux versés, et l'on retrouve l'hypothèse générale de l'« *intuitu pecuniae* ».

**II. Essai de détermination des privilèges complexes.** — Les rôles respectifs des capitaux et des services apparaissent extrêmement variables lorsqu'on fait appel à l'observation de cas particuliers distincts. L'expérience journalière ou la théorie, sont impuissantes à fournir une règle générale susceptible de préciser dans chaque cas l'importance de chacun des trois rôles associés. Les parts d'influence relatives des capitaux et des services sur les résultats différent, en effet, d'après la nature de l'activité sociale. En particulier, le rôle des conceptions dirigeantes peut venir modifier complètement, dans certains cas, la rentabilité normale, c'est-à-dire la valeur la plus probable d'un patrimoine collectif.

Il faut donc se borner — étant données les nombreuses causes d'écarts individuels et particuliers — à rechercher s'il existe pour un ensemble économique des moyennes générales, c'est-à-dire des « normes », susceptibles de caractériser les influences respectives des capitaux et des services associés. Sans entrer dans le détail d'une telle recherche, on conçoit qu'il soit nécessaire d'appuyer celle-ci

sur l'observation d'indices caractérisant à tout instant les dispositions générales des individus, c'est-à-dire les résultats de l'offre et de la demande s'exerçant sur le capital, le travail et l'intelligence (1).

On doit tenir compte tout d'abord de ce fait que le capital et le travail sont « solidaires et conjugués dans la production » (1). Leur interchangeabilité en tant que moyens de production concurrents, fait que leurs rémunérations respectives (taux de l'intérêt et indices des salaires) se fixent simultanément par les mécanismes de l'offre et de la demande.

Des indices généraux pour le taux de l'intérêt normal et le taux des salaires peuvent donc être facilement établis à tout moment. Ces indices permettraient de fixer des coefficients  $\alpha_m$  et  $\alpha_t$ , proportionnels aux rémunérations moyennes respectives du capital et du travail dans un ensemble économique, en prenant pour base l'état d'équilibre le plus stable de cet ensemble.

Par ailleurs, le rôle de l'intelligence appliquée à la direction des entreprises semble être d'autant plus nécessaire et important que la disparité est plus sensible entre les rôles productifs du capital et du travail.

C'est en effet en période de déséquilibre, c'est-à-dire lorsque l'intérêt normal des capitaux est très élevé ou très bas, que le rôle propre de l'entrepreneur (créateur ou destructeur de valeurs) devient prépondérant. La participation spéciale ( $\alpha_g$ ) des dirigeants dans la plus-value d'un patrimoine collectif, serait ainsi d'autant plus grande que l'écart ( $\alpha_m - \alpha_t$ ) serait plus marqué.

La détermination numérique des trois coefficients moyens  $\alpha_m$ ,  $\alpha_t$  et  $\alpha_g$  (définis par ce qui précède, à trois facteurs de proportionnalité près), s'effectuerait en prenant pour base l'équilibre le plus stable. Il serait alors nécessaire de convenir que pour une valeur de base ( $i_0$ ) de l'intérêt normal correspondant à l'équilibre de base ainsi considéré, ces trois coefficients sont égaux entre eux. Les trois relations ainsi obtenues permettraient de fixer les trois facteurs de proportionnalité en question.

Il faut bien remarquer que les coefficients  $\alpha_m$ ,  $\alpha_t$ , et  $\alpha_g$  ainsi déterminés constituent des notions relativement abstraites.

Déduits de l'ensemble économique pour lequel ils restent vrais, en général, ces coefficients ne sauraient cependant conduire à une répartition exacte de la plus-value entre capitaux et services, pour chacun des cas particuliers intervenant dans cet ensemble. Ils représentent simplement une base raisonnable permettant de ne point effectuer cette répartition par des voies complètement arbitraires.

En admettant que les trois modes d'activités associées (capital, travail, invention) contribuent aux variations du capital C, pour des parts  $\alpha_m$ ,  $\alpha_t$ , et  $\alpha_g$  — les rôles de capitaliste, souscripteur, actif, et inventif — dans la formation de la plus-value ( $W - C$ ) seront d'importance respectivement proportionnelle à :

$\gamma_m \alpha_m$ , un rôle de souscripteur;

$\gamma_t (\alpha_m + \alpha_t)$ , double rôle souscripteur et actif;

$\gamma_g (\alpha_m + \alpha_t + \alpha_g)$ , triple rôle, souscripteur, actif et inventif.

---

(1) C'est dans les quotités respectives de rémunération du capital et du travail que réside essentiellement le problème de la répartition des richesses. (C. COLSON, *théorie générale des phénomènes économiques*, p. 361.)

Dans ces conditions, les fractions  $\omega_m$ ,  $\omega_t$  et  $\omega_p$  peuvent d'exprimer respectivement, en général, sous les formes suivantes :

$$\begin{aligned}\omega_m &= \frac{\gamma_m \alpha_m}{\gamma_m \alpha_m + \gamma_t (\alpha_m + \alpha_t) + \gamma_p (\alpha_m + \alpha_t + \alpha_p)} \\ \omega_t &= \frac{\gamma_t (\alpha_m + \alpha_t)}{\gamma_m \alpha_m + (\alpha_m + \alpha_t) \gamma_t + (\alpha_m + \alpha_t + \alpha_p) \gamma_p} \\ \omega_p &= \frac{\gamma_p (\alpha_m + \alpha_t + \alpha_p)}{\gamma_m \alpha_m + \gamma_t (\alpha_m + \alpha_t) + \gamma_p (\alpha_m + \alpha_t + \alpha_p)}.\end{aligned}\tag{15}$$

Dans le cas de l'équilibre économique de base correspondant à l'égalité des trois coefficients  $\alpha_p = \alpha_t = \alpha_m$ , les fractions  $\omega_m$ ,  $\omega_t$  et  $\omega_p$  s'expriment respectivement par :

$$\omega_m = \frac{\gamma_m}{\gamma_m + 2 \gamma_t + 3 \gamma_p} \quad \omega_t = \frac{2 \gamma_t}{\gamma_m + 2 \gamma_t + 3 \gamma_p} \quad \omega_p = \frac{3 \gamma_p}{\gamma_m + 2 \gamma_t + 3 \gamma_p} \tag{16}$$

On vérifie immédiatement que ces trois expressions satisfont bien à la relation :  $\omega_m + \omega_t + \omega_p = 1$ .

Remarquons en particulier que  $\gamma_m + 2 \gamma_t + 3 \gamma_p$  étant toujours inférieur à 3 (les facteurs  $\gamma$  étant inférieurs à 1) il s'ensuit que  $\omega_p$  est toujours supérieur à  $\gamma_p$ . Il est aisé de voir également que  $\omega_m$  est toujours inférieur (ou au plus égal) à  $\gamma_m$ .

L'hypothèse ayant servi de base au calcul de ces 3 coefficients, revient à supposer que ceux-ci sont respectivement proportionnels à 1, 2 et 3 lorsque le capital versé par les trois catégories d'associés est identique.

En effet, si l'on remplace  $\gamma_m$ ,  $\gamma_t$  et  $\gamma_p$  par une même valeur égale à  $\frac{1}{3}$  dans les expressions (9) trouvées pour  $\omega_m$ ,  $\omega_t$  et  $\omega_p$ , il vient :

$$\omega_m = \frac{1}{6} \quad \omega_t = \frac{2}{6} \quad \omega_p = \frac{3}{6}.$$

Lorsque  $\gamma_m$ ,  $\gamma_t$  ou  $\gamma_p$  sont égaux à 1, ou à 0, les facteurs correspondants  $\omega_t$ ,  $\omega_m$  et  $\omega_p$  deviennent respectivement égaux à 1 ou à 0, on retrouve alors les résultats normaux de l'« *intuitu pecuniae* ».

**III. Condition générale d'équivalence des titres à privilèges complexes.** — Les services des associés ont été classés, dans ce qui précède, en trois groupes principaux. Cette organisation permet de simplifier le calcul des coefficients ( $\omega$ ) servant à la répartition de la plus-value. On conçoit cependant qu'une analyse plus détaillée puisse faire apparaître, au sein de chacune des trois catégories de capitaux, de nouveaux associés fournissant des services de valeurs inégales. Une telle analyse conduirait à un nombre plus élevé de rôles associés. Les coefficients répartiteurs de la plus-value seraient par suite plus nombreux.

De toute façon, l'expression la plus générale de la valeur des titres à privilèges complexes resterait de la forme :

$$x = \gamma W + (\omega - \gamma) (W - C) \tag{17}$$

Les titres complexes ( $\gamma$ ,  $\omega$ ) peuvent donc être en nombre quelconque, mais

les coefficients de l'expression (10) doivent satisfaire aux relations  $\Sigma x = W$ ,  $\Sigma \omega = \Sigma \gamma = 1$ .

Si  $\varphi$  et  $\rho$  désignent les fractions de suffrages et de revenus attribuables à l'un de ces titres, on voit qu'il est nécessaire pour le définir entièrement de fixer quatre caractéristiques  $\varphi$ ,  $\gamma$ ,  $\rho$  et  $\omega$  (alors que trois d'entre elles,  $\varphi$ ,  $\gamma$  et  $\rho$  suffisent pour définir un titre de capital).

En remplaçant  $x$  par sa valeur dans l'expression la plus générale et de la valeur d'un titre différentiel :

$$\frac{x}{k} = \varphi E + \rho V \text{ (formule 1, page 11)}$$

il vient :

$$\gamma \frac{W}{k} + (\omega - \gamma) \left[ \frac{W - C}{k} \right] = \varphi E + \rho \frac{D}{i}$$

ou :

$$\gamma \left[ E + \frac{D}{i} \right] + (\omega - \gamma) \left[ E + \frac{D}{i} - \frac{C}{k} \right] = \varphi E + \rho \frac{D}{i}.$$

On peut adopter comme valeur approximative de  $k$  le chiffre  $1/2$  (ce qui revient à supposer que  $W$  est sensiblement égal à la demi-somme des quantités  $E$  et  $V$ ). La condition générale d'équivalence des titres à privilèges complexes, peut alors s'écrire :

$$\gamma \underset{\text{intuitu pecuniae}}{(i E + D)} = \varphi i E + \rho D - (\omega - \gamma) \left[ \underset{\text{intuitu personae}}{(D - i E) + 2 i (E - C)} \right] \quad (18)$$

La relation (18) donne, pour le revenu  $\rho D$  d'un titre complexe, une expression analogue à celle qui a été établie pour le revenu des titres de capital. Il vient en effet :

$$\rho D = \gamma D - (\omega - \gamma) i E + (\omega - \gamma) \left[ \underset{\text{intuitu pecuniae}}{(D - i E) + 2 i (E - C)} \right] \quad (19)$$

Sous cette forme, la condition d'équivalence des titres à privilèges complexes exprime que la rémunération de ceux-ci doit s'établir en ajoutant à la rémunération que donnerait l'application des règles de l'« *intuitu pecuniae* ».

1° Le produit du privilège personnel  $(\omega - \gamma)$  par l'excès du dividende total ( $D$ ) sur l'intérêt normal ( $i E$ ) des capitaux investis.

2° Le produit de ce privilège  $(\omega - \gamma)$  par deux fois l'intérêt normal des réserves [ $2 i (E - C)$ ].

Il en résulte que pour un privilège  $(\omega - \gamma)$  positif (c'est-à-dire lorsque le porteur du titre intervient dans la plus-value pour une quotité supérieure à celle de son capital versé), le titre privilégié correspondant doit recevoir (s'il existe des réserves et des plus-values effectives) une rémunération supérieure à celle qu'aurait donné l'application des règles indiquées au chapitre I, dans l'hypothèse de l'« *intuitu pecuniae* ».

IV. **Avantages supplémentaires des privilèges complexes sur l'« intuitu pecuniae ».** — En remarquant que  $(D - iE) + 2i(E - C) = D - i(C - R)$ , les relations (18) et (19) peuvent encore s'écrire :

$$\gamma(iE + D) = \varphi iE + \rho D - (\omega - \gamma) \left[ (D - i(C - R)) \right] \quad (18)$$

$$\rho D = \gamma D - (\varphi - \gamma) iE + (\omega - \gamma) \left[ (D - i(C - R)) \right] \quad (19)$$

$$\varphi - \gamma = (\gamma - \rho) \frac{D}{iE} + (\omega - \gamma) \left[ \frac{D - i(C - R)}{iE} \right] \quad (20)$$

Elles mettent en évidence ce fait que les privilèges complexes « *intuitu personae* » ne peuvent conférer par rapport à l'« *intuitu pecuniae* » un avantage effectif supplémentaire sur les revenus ou sur les suffrages, que si l'on a :

Ou bien  $\omega > \gamma$ , avec  $D > i(C - R)$ ,

Ou bien  $\omega < \gamma$ , avec  $D < i(C - R)$ .

Il s'ensuit, par le seul jeu de la condition générale d'équivalence, que si les dividendes distribués deviennent inférieurs à la limite  $i(C - R)$ , les titres à privilège réduit ( $\omega_m < \gamma_m$ ) (capitaux flottants) se trouvent avantagés, tandis que les titres à privilèges élevés ( $\omega_g > \gamma_g$ ) (capitaux gérants) subissent des pénalisations.

Nous désignerons sous le nom de « rémunération limite » le dividende  $D_1$  égal à la quantité  $i(C - R)$ .

La relation (20) met particulièrement en évidence ce fait que, pour un capital versé  $\gamma$ , les titres disposant d'un privilège complexe effectif ( $\omega - \gamma > 0$ ) peuvent bénéficier d'un privilège de vote  $\varphi - \gamma$  supérieur à celui  $(\gamma - \rho) \frac{D}{iE}$  qui leur serait attribuable pour ce même capital versé,  $\gamma$ , d'après les seules règles de l'« *intuitu pecuniae* ».

En particulier, il est possible d'attribuer un privilège de vote spécial aux titres complexes en leur réservant une rémunération proportionnelle au capital versé ( $\gamma$ ). La formule (20) permet de calculer ce privilège de vote, « *intuitu personae* ».

Celle-ci donne en effet pour  $\rho = \gamma$  :

$$\varphi - \gamma = (\omega - \gamma) \frac{D - i(C - R)}{iE} = (\omega - \gamma) \left[ \frac{(D - iE) + 2i(E - C)}{iE} \right] \quad (20 \text{ bis})$$

L'expression (20 bis) montre que, pour un privilège personnel  $\omega - \gamma > 0$  l'« *intuitu personae* » n'est susceptible de conférer un privilège de vote spécial  $\varphi - \gamma > \varphi$ , que si le terme  $D - i(C - R)$  représente une valeur effective  $> 0$ , c'est-à-dire si l'on a  $D > i(C - R)$ .

Il ne faut pas oublier, d'autre part, que les éléments D, C et R doivent être évalués en unités monétaires comparables. Une réévaluation préalable de C et de R est donc nécessaire lorsque le capital total versé, et les réserves accumulées comportent des éléments d'anciennetés très différentes.

*Remarques.* — Il est bien évident que les résultats précédents doivent être interprétés dans les cas concrets avec une certaine prudence. Les formules 18, 19 et 20 ne sauraient être brutalement appliquées sans qu'il y ait lieu de vérifier au préalable que les dividendes (D) et les réserves (E — C) intervenant dans le calcul du privilège ( $\varphi - \gamma$ ) correspondent bien à l'activité du groupe recevant ce privilège. De toute façon, le groupe gérant ( $\omega_s > \gamma_s$ ) doit se trouver privilégié si les réserves (E — C) sont élevées et si le dividende distribué est supérieur à l'intérêt normal des capitaux investis ( $D - i E > 0$ ).

Les expressions (20 et 20 bis) montrent également que le groupe gérant se trouve pénalisé [ $(\varphi - \gamma)$ , décroît] lorsque les réserves E — C diminuent, ou lorsque le dividende D se rapproche de l'intérêt normal des capitaux investis. En particulier, lorsqu'il survient des pertes ( $E - C < 0$ ) et lorsque les revenus distribués deviennent inférieurs à l'intérêt du capital investi ( $i E$ ), le privilège ( $\varphi - \gamma$ ) peut devenir négatif. Le groupe gérant se trouve donc, dans le cas de gestion déficitaire, aussi fortement désavantagé qu'il est favorisé en cas de plus-values sur le capital versé.

V. **Autres formes de la condition générale d'équivalence pour les titres à privilèges complexes.** — a) *Expression du taux de rémunération.* — La relation (19) précédemment établie est indépendante du nombre de titres intervenant dans le capital global, comme du nombre de titres formant la catégorie dont les caractéristiques sont :  $\varphi$ ,  $\gamma$ ,  $\rho$  et  $\omega$ .

En particulier, si on suppose que la catégorie envisagée renferme un seul titre disposant d'un suffrage de  $s$  voix pour un capital versé  $a$ , et si on désigne par S le nombre total des suffrages, par C le capital total versé,  $\varphi$  et  $\gamma$  s'expriment respectivement par :

$$\varphi = \frac{s}{S} \quad \gamma = \frac{a}{C}$$

Dans ces conditions, l'expression (19) peut s'écrire :

$$\frac{\rho D}{a} = \theta = \underbrace{\frac{D}{C} - \frac{i E}{C} \left[ \frac{\frac{s}{a} - \frac{S}{C}}{\frac{S}{C}} \right]}_{\text{intuitu pecuniae}} + \underbrace{\frac{\omega - \gamma}{\gamma} \left[ \frac{D - i (C - R)}{C} \right]}_{\text{intuitu personae}} \quad (21)$$

L'expression (21) montre que le taux de rémunération des titres à privilèges complexes s'obtient en majorant le taux que donnerait l'application des règles de l'« *intuitu pecuniae* », d'une quantité égale au produit du privilège relatif « *intuitu personae* »  $\left( \frac{\omega - \gamma}{\gamma} \right)$  par l'excès du taux de rémunération effectif  $\frac{D}{C}$  du capital versé sur son taux de rémunération limite  $\left[ i \left( \frac{C - R}{C} \right) \right]$ .

b) *Expression de la quotité de suffrages par franc de capital versé.* — La relation (19) peut s'écrire :

$$\frac{\varphi}{\gamma} = 1 + \frac{\gamma - \rho}{\gamma} \frac{D}{i E} + \frac{\varphi - \gamma}{\gamma} \left[ \frac{D - i (C - R)}{i E} \right]$$

$$\frac{\frac{s}{a}}{\frac{S}{C}} = 1 + \frac{\frac{D}{C} - \theta}{\frac{i E}{C}} + \frac{\omega - \gamma}{\gamma} \left[ \frac{D - i (C - R)}{i E} \right] \quad (22)$$

La relation (22) exprime que la quotité relative de suffrages  $\frac{s}{\bar{S}}$  par franc de capital versé s'obtient en majorant celle qui résulterait de l'application des règles de l' « *intuitu pecuniae* » d'une quantité égale au produit du privilège relatif « *intuitu personae* »  $\frac{\omega - \gamma}{\gamma}$  par le rapport de l'excédent du dividende effectif sur le dividende limite, à la rémunération normale du capital investi.

L'expression (22) montre qu'il est possible d'attribuer à une catégorie de titres un privilège de suffrages  $\frac{s}{a} > \frac{S}{C}$ , même si leur taux de rémunération  $\theta$  est supérieur au taux moyen de rémunération  $\frac{D}{C}$  (contrairement au résultat donné par la relation 5 bis dans le cas de l' « *intuitu pecuniae* »). Il suffit en effet pour cela que l'on ait :

$$\frac{\omega - \gamma}{\gamma} \left[ \frac{D - i(C - R)}{iE} \right] > \frac{\theta - \frac{D}{C}}{\frac{iE}{C}}$$

ou :

$$\frac{\omega - \gamma}{\gamma} > \frac{\theta - \frac{D}{C}}{\frac{D - i(C - R)}{C}} \quad (23)$$

*Remarque* : Si dans l'inégalité (23) on remplace  $\theta$  par  $\frac{D}{C}$  (c'est-à-dire si on suppose la rémunération d'une catégorie de titres proportionnelle au capital versé), le privilège complexe  $\omega - \gamma$  étant supposé positif, la condition de différenciation par suffrages privilégiés devient :  $D > i(C - R)$ , résultat déjà obtenu directement par la relation (20 bis).

**VI. Applications numériques.** — Nous appliquerons les résultats précédents, à la création de titres à suffrages privilégiés pour le « groupe gérant » d'une société dont le bilan réévalué serait celui déjà étudié au chapitre I pour l' « *intuitu pecuniae* ».

Dans ces conditions, on a :

Valeur d'investissement :  $E = 100$  millions,

Taux d'intérêt normal :  $i = 5\%$ ,

Capital global versé :  $C = 80$  millions.

Par ailleurs, en supposant que le capital  $\gamma_g$  versé par le groupe gérant soit égal à 20 %, et en ne considérant qu'un seul autre groupe souscripteur ( $\gamma_m = 80\%$ ), on peut prendre approximativement pour  $\omega_g$  la valeur  $\omega_g = \frac{3 \times 0,2}{0,8 + 3 \times 0,2} = 0,42$  (équilibre économique de base).

Le privilège  $\omega_g - \gamma_g$  ressort dans ces conditions à  $0,42 - 0,20 = 0,22$ .

*Premier cas.* — Le dividende distribué au cours du dernier exercice est :  
 $D = 10$  millions.

La rémunération moyenne  $\frac{D}{C}$  du capital global ressort à donc à  $\frac{10}{80} = 12,5 \%$ .

Le privilège personnel  $\omega_p - \gamma_p = 0,22$  entraîne sur la fraction des revenus attribuables d'après les règles de l' « *intuitu pecuniae* », une majoration égale à :

$$0,22 \left( \frac{5}{10} + 10 \% \frac{20}{10} \right) = 0,15.$$

Il s'ensuit qu'avec 20 % du capital versé, les règles des privilèges complexes permettraient d'attribuer à la catégorie de titres envisagée :

a) 30 % des suffrages, en leur attribuant :

$15 \% + 15 \% = 30 \%$  du dividende total, soit un taux de rémunération égal à 19 % sur le capital versé par la catégorie de titres envisagée ;

b) 40 % des suffrages en leur attribuant :

$10 \% + 15 \% = 25 \%$  du dividende total, soit un taux de rémunération égal à 15,5 % sur leur capital versé ;

c) 50 % des suffrages, en leur attribuant :

$5 \% + 15 \% = 20 \%$  du dividende total, soit un taux de rémunération égal à 12,5 % sur leur capital versé.

On peut calculer directement [et vérifier le calcul par la relation (22)], les rapports entre la quotité de suffrages des titres privilégiés  $\frac{S}{a}$  par franc de capital versé, et la quotité moyenne de suffrages  $\frac{S}{C}$  pour l'ensemble des titres.

En supposant que la quotité moyenne  $\frac{S}{C}$  représente l'unité de voix, les quotités correspondantes de suffrages privilégiés devraient être :

a) De une voix et demie pour un taux de rémunération du capital versé, égal à 19 % ;

b) De deux voix, pour un taux de rémunération du capital versé, égal à 15,5 % ;

c) De deux voix et demie pour un taux de rémunération du capital versé, égal à 12,5 %.

*Remarque.* — *Privilège spécial* « *intuitu personae* ». — Si on convient, pour ce premier cas envisagé, d'attribuer au groupe gérant une rémunération fixée à 20 % du dividende total, ( $\rho = \gamma$ ), c'est-à-dire proportionnelle à son capital versé, il sera possible de faire bénéficier ce groupe d'un privilège de voix,  $\varphi - \gamma$ , égal à  $0,22 \left( 1 + 2 \times \frac{20}{100} \right)$ , c'est-à-dire égal à 30 %. Le groupe gérant disposera donc de  $30 \% + 20 \% = 50 \%$  des voix, avec 20 % du capital versé. Ce résultat correspond bien à la troisième hypothèse (c), étudiée ci-dessus (rémunération du groupe gérant égale au taux moyen global 12,5 %, c'est-à-dire proportionnelle à son capital versé).

*Deuxième cas.* — Le dividende distribué au cours du dernier exercice ressort à  $D = 5$  millions =  $i$  E.



Dans ces conditions, la rémunération moyenne  $\left(\frac{D}{C}\right)$  du capital global versé ressort à  $\frac{5}{80} = 6,25 \%$ .

Le privilège personnel  $\omega_0 - \gamma_0 = 0,22$  entraîne, par rapport à la fraction des revenus attribuables d'après les règles de l'« *intuitu pecuniae* », une majoration égale à :

$$0,22 (5 - 5 \% (80 - 20) \%) = 0,09 \text{ environ.}$$

Il s'ensuit qu'avec 20 % du capital versé, cette catégorie de titres privilégiés peut recevoir :

a) 30 % des suffrages pour une rémunération égale à  $10 \% + 9 \% = 19 \%$  du dividende total, ce qui correspond à un taux de rémunération égal à 6 % de son capital versé;

b) 35 % de suffrages pour une rémunération égale à  $5 \% + 9 \% = 14 \%$  du dividende total, soit 4 % du capital versé;

c) 40 % des suffrages pour une rémunération égale à  $0 \% + 9 \% = 9 \%$  du dividende total, soit 2,8 % du capital versé.

Les divers exemples ci-dessus montrent dans quelle mesure la notion de « groupe privilégié » modifie les résultats obtenus (p. 79) dans le cas de l'« *intuitu pecuniae* ».

VI. Représentation graphique des capitaux privilégiés. — La relation générale d'équivalence (18) peut s'écrire :

$$\gamma = \varphi \frac{i E}{D + i E} + \rho \frac{D}{i E + D} - (\omega - \gamma) \left[ \frac{D - i (C - R)}{i E + D} \right]. \quad (18)$$

En posant, comme il a été indiqué pour les titres de capital différenciés :

$$\frac{i E}{D + i E} = 1 - \epsilon \quad \text{et} \quad \frac{D}{D + i E} = \epsilon,$$

l'expression (18) peut s'écrire :

$$\gamma = (1 - \epsilon) \varphi + \epsilon \rho - (\omega - \gamma) \left[ 1 - 2 \frac{C}{E} (1 - \epsilon) \right].$$

Si  $\gamma_0$  désigne la partie de l'expression  $\gamma$ , qui correspond à l'« *intuitu pecuniae* », la relation précédente peut s'écrire :

$$\gamma = \gamma_0 - (\omega - \gamma) \left[ 1 - 2 \frac{C}{E} (1 - \epsilon) \right]$$

ou :

$$\gamma \left[ 2 \frac{C}{E} (1 - \epsilon) \right] = \gamma_0 - \omega \left[ 1 - 2 \frac{C (1 - \epsilon)}{E} \right]$$

ou bien :

$$\gamma = \gamma_0 \frac{E}{2 C (1 - \epsilon)} + \omega \left[ 1 - \frac{E}{2 C (1 - \epsilon)} \right]. \quad (18 \text{ ter})$$

En posant :

$$\alpha = \frac{E}{2 C (1 - \epsilon)}.$$

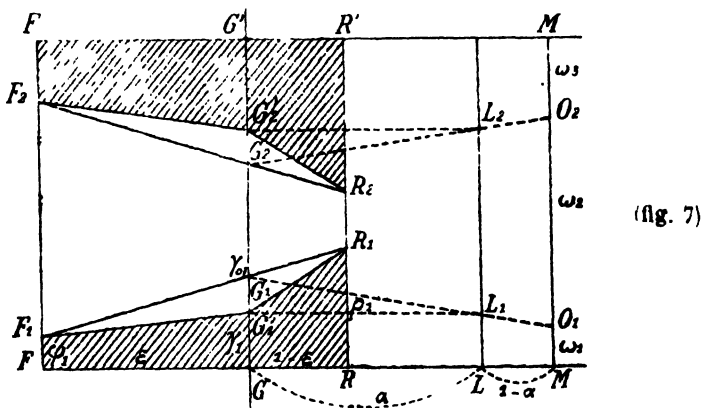
l'expression (18 ter) prend la forme :

$$\gamma = \alpha \gamma_0 + (1 - \alpha) \omega.$$

Cette relation est analogue à une relation d'équivalence des titres de capital, dans laquelle  $\varphi$ ,  $\epsilon$  et  $\omega$  auraient été remplacés par  $\gamma_0$ ,  $\omega$  et  $\alpha$ .

Cette particularité permet de construire graphiquement, d'abord  $\gamma_0$ , en partant de  $\varphi$ , et  $\epsilon$  et  $\omega$ ; et ensuite  $\gamma$  en partant de  $\gamma_0$ ,  $\omega$  et  $\alpha = \frac{E}{2C(1-\epsilon)}$  c'est-à-dire de déterminer  $\gamma$ , connaissant les trois autres caractéristiques  $\varphi$ ,  $\epsilon$  et  $\omega$ .

On peut tracer, en premier lieu, sur le carré de différenciation  $FGRF'R'$  précédemment défini, les droites d'équivalence, caractérisant les titres de capital  $F_1G_1R_1, F_2G_2R_2, \dots$  etc... Sur le côté  $FR$ , on porte ensuite à partir de  $G$  une longueur  $GM = 1$  et l'on construit un carré secondaire de différenciation  $GG'MM'$ ; sur le côté  $MM'$  de ce carré secondaire on porte en  $MO_1, O_1O_2, \dots$ , les coefficients  $\omega_1, \omega_2, \dots, \omega_n, \dots$ , caractérisant les privilèges spéciaux des catégories correspondantes ( $\gamma_{01}, \gamma_{02}, \dots$ ). On trace ensuite une parallèle  $LL'$



au côté  $GG'$ , située à une distance de ce côté égale à  $\alpha$ . En marquant les points d'intersection  $L_1, L_2, L_3$  de cette droite  $LL'$  avec les lignes  $O_1, G_1, O_2, G_2, \dots$ , etc., on délimite les valeurs des fractions  $\gamma_1, \gamma_2, \dots$  de capital devant être versées sur chaque catégorie de titres privilégiés (fig. 7).

Si par les points  $L_1, L_2, L_3, \dots$ , ainsi obtenus on mène des parallèles à la base  $FR$  du carré, les points d'intersection de ces parallèles avec  $GG'$ , déterminent des segments  $GG_1', G_1G_2', G_2G_3', \dots, G_nG'$  fixant sur le carré de différenciation initial, les valeurs des caractéristiques  $\gamma_1, \gamma_2, \dots$  des titres à privilèges complexes.

En joignant les points  $G_1'F_1R_1, G_2'F_2R_2, \dots, G_n'F_nR_n$ , on obtient des systèmes de lignes brisées doubles, qui limitent deux à deux les valeurs des caractéristiques  $\varphi, \gamma$  et  $\rho$  des titres privilégiés constitutifs d'un même capital  $C$ .

*Remarques.* — En supposant connus pour chacun des titres privilégiés, les trois éléments  $\varphi, \rho$  et  $\gamma$ , on peut déterminer, pour chacun d'eux, l'importance du privilège  $\omega$ , par la construction précédente effectuée en sens inverse. De même, en se donnant trois quelconques des caractéristiques  $\varphi, \rho, \gamma$ , et  $\omega$ , le carré secondaire de différenciation permet de déterminer simplement la quatrième, en utilisant le même système de constructions graphiques.

*Classification des titres privilégiés et différenciés.* — L'usage du double carré de différenciation permettrait d'établir, pour les titres privilégiés, une classification analogue à celle qui a été précédemment indiquée pour les titres de capital. Il faut noter cependant que, pour les titres complexes, les privilèges de votes et de revenus ne constituent que des avantages apparents, déduits seulement du sens de la différence  $\varphi - \varphi$ . La fraction de capital versé ( $\gamma$ ) représente en effet, pour cette nature de titres, une variable indépendante susceptible d'être diminuée ou majorée fortement par le seul jeu du privilège ( $\omega - \gamma$ ) « *intuitu personae* ».

L'usage du double carré de différenciation permet d'obtenir théoriquement une grande variété de combinaisons possibles entre les associés. Il permettrait en particulier de représenter graphiquement, soit les parts bénéficiaires (ou parts de rendement pour  $\varphi = a, \gamma = 0, \varphi = a$ ); soit les parts de contrôle (pour  $\varphi = 0, \gamma = 0, \varphi = a$ ). On peut estimer cependant, comme pour les titres de capital, que l'introduction dans une législation générale des différenciations extrêmes, soulèverait de nombreuses difficultés pratiques et risquerait d'amener certaines perturbations dans l'ordre économique. Il est donc nécessaire de rechercher les limites raisonnables entre lesquelles peut être envisagée l'application de la règle d'équivalence.

VII. **Résultats et limites pratiques de la condition générale d'équivalence des titres privilégiés.** — On peut mettre la relation générale d'équivalence des titres à privilèges complexes sous une forme analogue à celle de l'expression (5 ter)

donnée pour les titres de capital, en plaçant en évidence les facteurs  $\frac{\theta}{i}$  et  $\frac{\frac{s}{a}}{\frac{S}{E}}$ .

La relation (21) peut en effet se mettre sous la forme :

$$\frac{\theta}{i} + \frac{\frac{s}{a}}{\frac{S}{E}} = \frac{D + iE}{iC} + \frac{\omega - \gamma}{\gamma} \left[ \frac{D - i(C - R)}{iC} \right] \quad (21 \text{ bis})$$

Cette expression peut s'écrire encore :

$$\frac{\theta}{i} + \frac{\frac{s}{a}}{\frac{S}{E}} = 2 + \frac{\omega}{\gamma} \left[ \frac{D - i(C - R)}{iC} \right] \quad (21 \text{ ter})$$

Cette dernière relation montre que si on désire limiter pratiquement les valeurs de  $\theta$  à des rémunérations supérieures à l'intérêt normal  $i$ , et les quotités de suffrages par franc de capital versé à des valeurs supérieures à la quotité moyenne par franc de capital investi  $\left(\frac{S}{E}\right)$ , il est nécessaire que  $\frac{\omega}{\gamma} \left[ \frac{D - i(C - R)}{iC} \right]$  soit positif, c'est-à-dire que l'on ait ( $\omega$  étant supposé toujours  $> 0$ ) :

$$D > i(C - R)$$

**RÈGLE.** - - Dans les limites pratiques de rémunération et de suffrages, la création de titres différenciés et privilégiés ne peut être envisagée que si le dividende distribué est supérieur à la rémunération limite  $D_1 = i(C - R)$ .

On retrouve ainsi, pour la création des titres privilégiés, la condition de différenciation pratique déjà établie pour les titres de capital.

La première expression (21 bis) permet en outre d'énoncer la condition générale d'équivalence entre les suffrages et les revenus sous une forme susceptible d'être utilisée en pratique.

En effet, cette expression peut se mettre sous la forme :

$$i + \frac{\frac{s}{a}}{\frac{S}{E}} = \frac{D + iE}{iC} + \frac{\omega - \gamma}{\gamma} \left[ \frac{D + iE}{iC} - 2 \right] \quad (24)$$

d'où l'on déduit la règle suivante :

**RÈGLE.**—La somme du rapport du taux de rémunération d'un titre différentiel au taux d'intérêt normal ( $i$ ) et du rapport de sa quotité de suffrages par franc de capital versé  $\left(\frac{s}{a}\right)$  à la quotité moyenne de suffrages par franc de capital investi  $\left(\frac{S}{E}\right)$  doit être égale au quotient du dividende distribué majoré de l'intérêt normal des capitaux investis, par l'intérêt normal des capitaux versés, augmenté d'une quantité égale au produit du privilège relatif « intuitu personae »  $\frac{\omega - \gamma}{\gamma}$ , par l'excès du quotient précité sur le nombre 2.

*Écart maxima de différenciation pour les titres privilégiés.*

La relation (21 ter) peut s'écrire pour chacune des trois catégories de capitaux associés :

$$\left. \begin{aligned} \text{a) Capitaux gérants :} & \quad \frac{\theta_g}{i} + \frac{\frac{s_g}{a_g}}{\frac{S}{E}} = 2 + \frac{\omega_g}{\gamma_g} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) \\ \text{b) Capitaux stables :} & \quad \frac{\theta_s}{i} + \frac{\frac{s_s}{a_s}}{\frac{S}{E}} = 2 + \frac{\omega_s}{\gamma_s} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) \\ \text{c) Capitaux flottants :} & \quad \frac{\theta_m}{i} + \frac{\frac{s_m}{a_m}}{\frac{S}{E}} = 2 + \frac{\omega_m}{\gamma_m} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) \end{aligned} \right\} \quad (25)$$

Les relations (25) permettent de calculer les écarts maxima de différenciation entre les titres à vote privilégié ( $s_g/a_g$  maximum) des capitaux gérants, et les titres à revenus privilégiés ( $s_m/a_m$  minimum) des capitaux flottants.

La quotité maxima  $s_g/a_g$  correspond à la valeur minima  $\theta_g = i$ . L'écart de différenciation sur les quotités extrêmes de suffrages ressort donc à :

$$r''_s = \frac{\frac{s_g}{a_g}}{\frac{S}{E}} = 1 + \frac{\omega_g}{\gamma_g} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) = \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} \right) + \frac{\omega_g - \gamma_g}{\gamma_g} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) \quad (26)$$

De même, l'écart maximum de différenciation sur les taux de rémunération extrêmes  $\theta_m$  et  $i$  est donné par la relation :

$$r''_d = \frac{\theta_m}{i} = 1 + \frac{\omega_m}{\gamma_m} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) = \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} \right) + \frac{\omega_m - \gamma_m}{\gamma_m} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) \quad (26)$$

Les expressions (26) permettent d'énoncer les règles suivantes :

**RÈGLES.** — *L'attribution de privilèges moyens « intuitu personae » (dans les limites minima fixées pour  $\theta$  et  $s/a$ ) permet d'obtenir, toutes choses égales d'ailleurs, entre la quotité maxima de suffrages des titres gérants et la quotité minima de suffrages des titres flottants, un écart de différenciation égal à celui qui résulterait de l'« intuitu pecuniae », majoré du produit de son excès sur l'unité par le privilège relatif « intuitu personae » des capitaux gérants.*

*L'attribution de privilèges moyens « intuitu personae » (dans les limites maxima fixées pour  $\theta$ , et pour  $s/a$ ) permet d'obtenir, toutes choses égales d'ailleurs, entre le taux maximum de rémunération des titres flottants, et le taux minimum de rémunération des titres gérants, un écart de différenciation égal à celui qui résulterait de l'« intuitu pecuniae », majoré du produit de son excès sur l'unité par le privilège relatif « intuitu personae » des capitaux flottants.*

*Remarque.* — En supposant que les capitaux gérants et les capitaux stables soient confondus, c'est-à-dire les associés classés en deux groupes seulement, on établirait de même l'écart maximum de différenciation entre les quotités de suffrages des titres stables et des titres flottants.

Cet écart ressortirait à :

$$r'_s = \frac{\frac{s_t}{a_t}}{\frac{S}{E}} = 1 + \frac{\omega_t}{\gamma_t} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) = \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} \right) + \frac{\omega_t - \gamma_t}{\gamma_t} \left( \frac{D}{iC} + \frac{R}{C} - 1 \right) \quad (27)$$

ou :

$$r'_s = r'_d + \frac{\omega_t - \gamma_t}{\gamma_t} (r - 1).$$

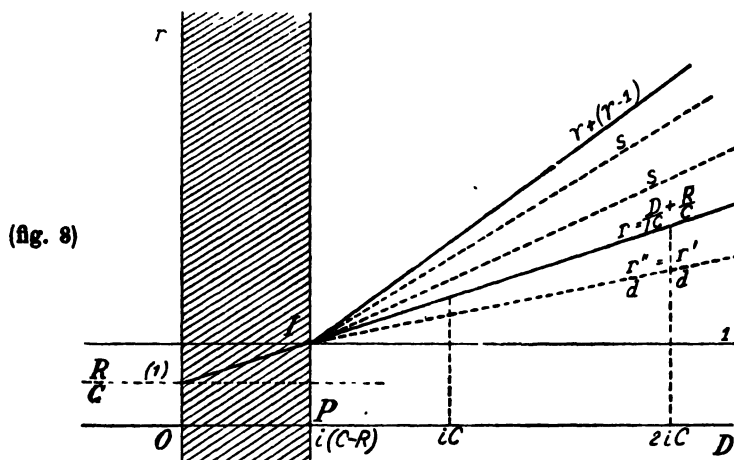
**RÈGLE.** — *L'attribution de privilèges moyens « intuitu personae » (dans les limites maxima fixées pour  $\theta$  et  $s/a$ ) permet d'obtenir, toutes choses égales d'ailleurs, entre la quotité maxima de suffrages des titres stables, et la quotité minima de suffrages des titres flottants, un écart de différenciation égal à celui qui résulterait de l'« intuitu pecuniae », majoré du produit de l'excès de ce dernier écart sur l'unité, par le privilège relatif « intuitu personae » des capitaux stables.*

Les relations (26) et (27) permettent de tracer sur un même graphique les variations des écarts maxima de différenciation  $r$ ,  $r''_s$ ,  $r'_s$ , et  $r''_d = r'_d$  en fonction des dividendes distribués  $D$  (fig. 8).

On obtient ainsi un faisceau de droites passant par le point d'intersection de la droite  $r = \frac{D}{iC} + \frac{R}{C}$  avec la parallèle à l'axe OD, ayant pour ordonnée l'unité.

Ce point I correspond à la valeur D égale à la rémunération limite  $i(C - R)$ . A gauche de l'ordonnée IP, passant par le point P tel que  $OP = i(C - R)$ , la différenciation du capital est pratiquement à rejeter.

A droite de la ligne IP, l'écart maximum de différenciation entre les suf-



frages, croît proportionnellement au dividende distribué, cette variation étant plus forte dans le cas des capitaux gérants ( $r''_g$ ) ou dans le cas des capitaux stables ( $r'_s$ ) que dans le cas « *intuitu pecuniae* » ( $r$ ) déjà étudié au chapitre I.

*Expression pratique de la condition générale d'équivalence pour les titres privilégiés.*

Dans l'hypothèse de l'équilibre économique de base, le facteur  $\frac{\omega}{\gamma}$ , correspond, pour les trois catégories de capitaux gérants, stables et flottants aux valeurs respectives ci-après :

$$\frac{\omega_g}{\gamma_g} = \frac{3}{\gamma_m + 2\gamma_t + 3\gamma_g}, \quad \frac{\omega_t}{\gamma_t} = \frac{2}{\gamma_m + 2\gamma_t + 3\gamma_g}, \quad \frac{\omega_m}{\gamma_m} = \frac{1}{\gamma_m + 2\gamma_t + 3\gamma_g}. \quad (16)$$

En remplaçant  $\frac{\omega_g}{\gamma_g}$ ,  $\frac{\omega_t}{\gamma_t}$  et  $\frac{\omega_m}{\gamma_m}$  par ces valeurs, dans les relations (25), ces dernières peuvent s'écrire :

$$\left. \begin{aligned} \frac{\theta_g - i}{i} + \frac{\frac{s_g}{a_g} - \frac{S}{E}}{\frac{S}{E}} &= \frac{3 [D - i(C - R)]}{i [\gamma_m C + 2\gamma_t C + 3\gamma_g C]} \quad (\text{titres gérants}). \\ \frac{\theta_t - i}{i} + \frac{\frac{s_t}{a_t} - \frac{S}{E}}{\frac{S}{E}} &= \frac{2 [D - i(C - R)]}{i [\gamma_m C + 2\gamma_t C + 3\gamma_g C]} \quad (\text{titres stables}) \quad (28) \\ \frac{\theta_m - i}{i} + \frac{\frac{s_m}{a_m} - \frac{S}{E}}{\frac{S}{E}} &= \frac{[D - i(C - R)]}{i [\gamma_m C + 2\gamma_t C + 3\gamma_g C]} \quad (\text{titres flottants}). \end{aligned} \right\}$$

Les expressions (28) permettent d'énoncer la règle suivante :

Règle. — *En équilibre économique stable, l'excès relatif de la quotité des suffrages par unité de capital versé, sur la quotité moyenne de suffrages par unité de capital investi — ajouté en valeur algébrique à l'excès relatif du taux de rémunération sur le taux d'intérêt normal, — doit être égal :*

a) *pour les titres flottants au quotient de l'excès du dividende distribué, sur l'intérêt normal du capital global diminué des réserves, par l'intérêt normal d'un capital fictif obtenu en comptant respectivement pour simple, double, ou triple, les valeurs des capitaux versés sur les titres flottants, les titres stables ou les titres gérants.*

b) *pour les titres stables à deux fois le quotient précité.*

c) *pour les titres gérants à trois fois le quotient précité.*

Valeurs numériques moyennes des coefficients  $\left(\frac{\omega}{\gamma}\right)$ .

La somme  $\gamma_m + 2\gamma_t + 3\gamma_g$  peut s'écrire :  $1 + \gamma_t + 2\gamma_g$ . Elle est donc toujours supérieure à 1. De plus elle reste inférieure à 2 pour toutes les valeurs de  $\gamma_t$  et de  $\gamma_g$  telles que l'on ait :  $\gamma_t + 2\gamma_g < 1$ , c'est-à-dire dans la plupart des cas pratiques.

Il s'ensuit qu'en équilibre économique stable, les valeurs pratiques de  $\frac{\omega_m}{\gamma_m}$ ,  $\frac{\omega_t}{\gamma_t}$  et  $\frac{\omega_g}{\gamma_g}$  vérifient toujours les inégalités ci-après :

$$\frac{1}{2} < \frac{\omega_m}{\gamma_m} < 1.$$

$$1 < \frac{\omega_t}{\gamma_t} < 2.$$

$$\frac{3}{2} < \frac{\omega_g}{\gamma_g} < 3.$$

Dans ces conditions, les valeurs numériques moyennes de ces trois coefficients pourraient, dans la pratique, être approximativement fixées comme il suit :

$$\frac{\omega_m}{\gamma_m} = \frac{2}{3} \quad \frac{\omega_t}{\gamma_t} = \frac{4}{3} \quad \frac{\omega_g}{\gamma_g} = \frac{6}{3}.$$

**Cas particuliers.** — Dans le cas particulier de capitaux neufs ( $E = C$ ,  $D = i E = i C$ ), c'est-à-dire pour des sociétés nouvellement constituées, il n'existe pas de plus-value comptable acquise. Par suite, on ne possède pas d'éléments quantitatifs ( $W - C$ ) observables, permettant l'attribution d'un privilège ( $\omega - \gamma$ ) ( $W - C$ ). Dans ce cas, la condition d'équivalence se réduit à celle de l'« *intuitu pecuniae* »  $\gamma = \frac{\varphi + \rho}{2}$ , puisque les « groupes gérants » n'ont pas eu l'occasion de justifier leurs privilèges par une distribution de dividendes ou une constitution de réserves.

Or, il a été montré au chapitre I, que si la différenciation des associés pour un capital neuf, restait possible en théorie, elle entraînait pour  $\frac{S}{a}$  des valeurs inférieures à la quotité moyenne minima  $\frac{S}{E}$ , et pour  $\theta$  des taux inférieurs à

l'intérêt normal  $i$ . Ces différenciations extrêmes ont paru devoir être écartées en pratique pour des raisons de simplicité et de stabilité économique.

Il s'ensuit que lorsque le capital investi  $E$  est égal au capital versé  $C$ , le dividende distribué étant égal ou inférieur à l'intérêt normal du capital  $i C$ , il est impossible (dans les limites  $i$  et  $\gamma C$  adoptées pour les valeurs minima de  $\theta$  et de  $\varphi E$ ) de créer des titres différentiels « *intuitu pecuniae* » ou des titres privilégiés « *intuitu personae* ».

Cependant l'usage s'est établi entre associés, de convenir forfaitairement, au moment de la création d'une société, d'une plus-value escomptable ( $W - C$ ) représentée par les services futurs des « groupes fondateurs » ou des « groupes gérants ».

Le principe de la légitimité des conventions « librement consenties » est invoqué à cet effet par les juristes, et il est indéniable qu'en favorisant les accords initiaux, la souplesse de ce principe vivifie utilement l'économie des sociétés.

La liberté du pacte social ne devrait cependant pas conduire aux abus. Afin d'éviter ces derniers, les avantages particuliers « créés à l'origine » sur la base des plus-values *probables*, doivent être mis en accord ultérieurement avec les plus-values « *effectives* », en appliquant périodiquement la règle générale d'équivalence sur la base des résultats obtenus.

Dans ces conditions, la valeur du privilège ( $W - C$ ) fixée forfaitairement à l'origine, paraît devoir être ultérieurement modifiable si les résultats de la gestion deviennent insuffisants. (La question se trouve résolue d'elle-même lorsque l'avantage particulier est un droit, fonction des résultats futurs comme dans le cas des parts bénéficiaires.)

**VIII. Contrôles numériques sur les actions à vote plural existantes.** — La relation générale d'équivalence des titres complexes,

$$\gamma'_0 = \gamma_0 - (\omega - \gamma'_0) \left[ \frac{D - i(C - R)}{iE + D} \right] \quad (18)$$

permet de calculer la fraction normale  $\gamma'_0$  du capital social qui aurait dû être versée sur les actions à vote plural, par les groupes privilégiés en faisant intervenir la notion de capitaux gérants ou de capitaux stables.

L'expression (18) peut s'écrire, en effet :

$$\gamma'_0 = \gamma_0 - \gamma'_0 \left( \frac{\omega}{\gamma'_0} - 1 \right) \left( 1 - \frac{2iC}{D + iE} \right)$$

d'où l'on tire la valeur normale de  $\gamma'_0$ .

$$\gamma'_0 = \frac{\gamma_0}{1 + \left( \frac{\omega}{\gamma'_0} - 1 \right) \left( 1 - \frac{2iC}{D + iE} \right)} \quad (28)$$

L'expression (28) peut être utilisée pour déterminer approximativement  $\gamma'_0$  en fixant forfaitairement pour  $\frac{\omega}{\gamma'_0}$  des valeurs numériques égales aux valeurs maxima déjà déterminées pour la fraction  $\left( \frac{\omega}{\gamma} \right)$ , c'est-à-dire 3 pour le groupe des capitaux gérants, et 2 pour le groupe des capitaux stables.



L'application de cette relation à cinq sociétés déjà étudiées au chapitre I (dans le cas du seul « *intuitu pecuniae* ») permet de dresser le table au comparatif ci-dessous :

Sociétés	$\gamma$	$\gamma_0$	$\gamma'$	$\frac{\omega}{\gamma'}$
A . . . . .	0,07	0,53	0,37	2
B . . . . .	0,05	0,13	0,08	2
D . . . . .	0,056	0,29	0,23	2
E . . . . .	0,08	0,185	0,09	3
F . . . . .	0,05	0,30	0,18	3

Les trois premières sociétés ayant laissé à tous leurs actionnaires la faculté de souscrire nominativement les actions à vote plural, celles-ci correspondent simplement à un groupe de capitaux stables ( $\frac{\omega}{\gamma} = 2$ ). Par contre, les deux dernières sociétés ont réservé les actions à vote plural à des groupes dirigeants ( $\frac{\omega}{\gamma} = 3$ ).

Les résultats ci-dessus montrent que la notion de « groupe privilégié » rapproche très sensiblement les différenciations fournies par la condition d'équivalence, de celles qui sont observées en pratique. En particulier, les privilèges de vote créés dans les sociétés B et E sont pratiquement identiques à ceux qu'elles auraient pu obtenir par l'application de la condition générale d'équivalence.

### CONCLUSIONS

L'emploi d'une méthode rationnelle pour étudier les différenciations des actionnaires dans les sociétés de capitaux, confère un caractère de généralité nécessairement théorique aux résultats obtenus, ceux-ci n'étant que l'image géométrique et simplifiée d'une réalité fort complexe.

De tels résultats ne sauraient donc s'adapter dans tous les détails au domaine du réel, ni s'appliquer intégralement aux formes actuelles d'associations. Une partie seulement d'entre eux semble devoir être utilement extraite de la gangue théorique pour être condensée en principes devant servir de base aux applications pratiques. L'utilisation des principes ainsi recueillis exige à son tour certaines précautions afin d'harmoniser autant que possible leur emploi avec les habitudes et les usages établis. En particulier, leur ajustement au système des lois en vigueur dépend de nombreuses contingences juridiques et politiques dont l'examen nécessite un travail particulièrement étendu.

Le cadre réduit de la présente étude ne permet pas d'aborder le travail en question, ni d'exposer en détail une réglementation pratique des privilèges dans les associations de capitaux. Le but limité que nous avons essayé d'atteindre ici, était de fixer les moyens d'asseoir une telle réglementation aussi rationnellement que possible sur des principes qui ne soient pas entièrement arbitraires.

Ces principes généraux paraissent devoir être exposés comme il suit :

1<sup>o</sup> L'analyse de la valeur établie au chapitre I fait ressortir la nécessité de réduire les droits des associés à deux notions simples : suffrages ou potentiel en capital investi ( $\varphi$ ) d'une part, et participation aux revenus ( $\rho$ ) d'autre part. Les statuts des sociétés éludent souvent la fixation précise et actuelle de ces droits pour leur substituer des avantages spéculatifs dépendant de la réalisation ultérieure de certaines conditions. Ces avantages peuvent cependant être ramenés aux seules notions de potentiels et de revenus lorsqu'ils représentent un droit effectif et non une promesse indéterminée. La forme des droits statutaires devant toujours permettre une telle réduction, ne saurait par suite être entièrement arbitraire. Certaines limites, respectées en fait par les sociétés sérieuses, seraient donc à prévoir dans la liberté des conventions statutaires. En particulier, il semble nécessaire de codifier la réduction de certains droits statutaires spéciaux, tels que les droits de souscription préférentiels dans les augmentations de capital, les droits cumulatifs sur les revenus, les droits dans la liquidation....., etc., aux deux notions simples de potentiels ou de revenus. Cette codification délicate ne saurait d'ailleurs s'effectuer que progressivement, au fur et à mesure du perfectionnement de la législation sur les sociétés anonymes ;

2<sup>o</sup> Sauf « avantages particuliers », résultant d'une gestion favorable ou convenus « forfaitairement » dès l'origine, c'est le principe de l' « *intuitu pecuniae* » qui doit régir les rapports entre associés, c'est-à-dire que tout « privilège simple » de potentiel ou de suffrages doit entraîner en contre-partie une diminution de revenus et inversement, suivant les règles d'équivalence établies au chapitre I ;

3<sup>o</sup> La réduction des « avantages particuliers », c'est-à-dire de l' « *intuitu personae* », à des notions d'ordre quantitatif, exige le classement préalable des associés en « groupes distincts » exerçant dans l'activité sociale des rôles économiques différents.

L'analyse psychologique des services montre qu'il est toujours possible de classer les associés en trois catégories principales, correspondant en général aux capitaux flottants, aux capitaux stables et aux capitaux gérants. Une telle différenciation étant une conception moyenne, mais non absolue, peut d'ailleurs être modifiée suivant les cas d'espèce, d'après l'importance relative des trois groupes fondamentaux. En fait, l'expérience ayant montré principalement l'opposition des capitaux flottants et des capitaux stables, on observe le plus souvent la différenciation en deux groupes seulement : groupe souscripteur et groupe actif.

Les développements relatifs à la répartition de la valeur montrent que les plus-values du patrimoine social peuvent représenter pour le « groupe gérant » l'origine de certains « privilèges complexes » attribuables « *intuitu personae* » en fonction de ces plus-values. Il s'ensuit que les pertes ou moins-values sur le capital versé devraient être théoriquement, pour ce même groupe, une source de pénalités effectives. Cette conception permet de maintenir dans les associations de capitaux une notion relative de responsabilité trop souvent perdue de vue.

Le jeu des trois principes précédents, limité dans une amplitude convenable,

conduit à formuler certaines règles pratiques susceptibles de fixer les éléments quantitatifs des privilèges de votes et de revenus. Les résultats obtenus au cours de la présente étude permettent d'énoncer de telles règles, comme il suit :

Première règle. — *La différenciation, pour un même capital versé (primes d'émission incluses), entre les quotités de voix et de revenus attribuées aux actionnaires des sociétés anonymes est conditionnée par les résultats de l'activité sociale et leur répartition annuelle. La différenciation des associés est donc périodiquement révisable chaque année.*

*A cet effet, l'assemblée clôturant chaque exercice détermine d'après les résultats de l'exercice écoulé, les quotités de voix attribuables, pour les assemblées du prochain exercice, aux diverses catégories d'actions.*

Deuxième règle. — *Il ne peut être effectué de différenciations, pour un même capital versé, entre les quotités de voix et de revenus attribuées aux actionnaires des sociétés anonymes, que si le dividende distribué est supérieur à l'intérêt normal du capital global diminué des réserves. Toutefois, lors de la constitution d'une société anonyme, certaines différenciations peuvent être exceptionnellement convenues entre les associés dans les conditions indiquées ci-après, par la quatrième règle.*

Troisième règle. — *A la fin de chaque exercice, la quotité de suffrages par unité de capital versé, doit être fixée (dans chaque catégorie de titres), pour l'exercice suivant, de telle manière que l'excès relatif de la dite quotité sur la quotité moyenne de suffrages par unité de capital investi, — ajouté en valeur algébrique à l'excès relatif du taux de rémunération de ces titres sur le taux d'intérêt normal, — soit égal :*

a) *pour des titres de capital, au quotient de l'excès du dividende distribué sur l'intérêt normal du capital global diminué des réserves, par l'intérêt normal du capital global versé ;*

b) *pour des titres flottants, au quotient de l'excès ci-dessus, par l'intérêt normal d'un capital fictif obtenu en comptant respectivement pour simple, double, ou triple, les valeurs des capitaux versés sur les titres flottants, les titres stables, ou les titres gérants ;*

c) *pour des titres stables, à deux fois le quotient précédent ;*

d) *pour des titres gérants, à trois fois le quotient précédent.*

Quatrième règle. — *Lors de la constitution d'une société anonyme, les associés pourraient convenir, exceptionnellement, d'une différenciation, à capital versé égal, entre les quotités de voix et de revenus des actionnaires. Les quotités de suffrages et de revenus des diverses catégories d'actions pourraient être fixées conformément à la règle précédente, sur la base d'un dividende distribué égal au maximum, à deux fois l'intérêt normal des capitaux versés. Les quotités initiales de suffrages ainsi déterminées pourraient être appliquées pendant les trois premiers exercices. A la fin du troisième exercice, elles seraient obligatoirement révisées conformément aux dispositions des trois règles précédentes.*

La troisième règle est susceptible d'être énoncée plus simplement si l'on ne tient compte que des valeurs numériques approximatives, indiquées précédemment pour les coefficients répartiteurs des privilèges.

Les quatre règles précitées ne sont d'ailleurs qu'une traduction partielle des résultats théoriques mis en évidence au cours de cette étude.

En particulier, il n'a pas semblé possible d'y faire intervenir la pénalisation des groupes privilégiés pour les pertes ou les moins-values sur le capital versé, cette disposition conduisant (Voir p. 106), à des taux de rémunérations ou à des quotités de suffrages sortant des limites pratiquement raisonnables.

Il faut bien remarquer, d'autre part, que l'on ne saurait introduire dans la législation actuelle les règles énoncées ci-dessus, sans délimiter d'une façon précise leur champ d'application juridique. Enfin, elles doivent être complétées dans l'établissement des textes de loi, par les multiples notions d'ordre affectif ou juridique, susceptibles de régler la forme, l'attribution, l'usage et la transmission des privilèges. Les conclusions de la présente étude n'apportent donc qu'une contribution limitée à l'œuvre de longue haleine que représente la coordination des lois sur les sociétés.

Nous estimons cependant que la base profonde de cette législation doit être assise sur des entités mesurables analogues à celles que nous avons essayé de définir. Malgré l'insuffisance de ces « catégories rationnelles » en économie pratique, on ne saurait oublier que, seules, des « images abstraites », quoique imparfaites, permettent aux hommes de trouver un terme commun d'expression pour la multiplicité des éléments concrets où s'opposent leurs sentiments

Edouard DUCASSÉ,

*Ancien élève de l'École Polytechnique.*

---

**Le Gérant : R. WALTHER.**

---