

# **Les actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées françaises**

---

Réalisé par M. Arnaud Charpentier

*Sous la direction du Professeur B. Fages*

Master 2 Professionnel Droit des Affaires et Fiscalité

Juin 2012

*“La situation la plus heureuse et les meilleurs lois ne peuvent maintenir une constitution en dépit des mœurs”.*

Alexis de Tocqueville

# Sommaire:

Introduction

## **Partie 1: La réaffirmation de la place des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées**

*Section 1: La gouvernance fondée sur la marginalisation des actionnaires: un modèle dépassé*

I- L'échec du modèle de gouvernance des sociétés cotées fondé sur le marché boursier

A/ Les principes fragiles du modèle boursier de gouvernance des sociétés cotées

B/ La méfiance accrue des investisseurs dans la gestion des sociétés cotées

II- L'essor du rôle des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées

A/ La typologie de l'actionnariat des sociétés cotées

B/ Les facteurs du réveil des actionnaires dans les sociétés cotées

*Section 2: La gouvernance fondée sur la promotion des actionnaires: un modèle en expansion*

I- La réhabilitation des actionnaires fondée sur la principe de transparence

A/ Le renforcement du droit d'information des actionnaires dans les sociétés cotées

B/ Le principe de transparence au coeur du droit boursier

II- La réhabilitation des actionnaires par le renforcement de leurs droits d'expression

A/ L'assouplissement des conditions d'accès et de participation aux AG

B/ L'intervention accrue des actionnaires dans la vie sociale

## **Partie 2: La rénovation non achevée de la place des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées**

### *Section 1: Les obstacles à l'intervention des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées*

#### I- Les cantonnements persistants à l'exercice des prérogatives des actionnaires

A/ Les cantonnements des prérogatives individuelles des actionnaires

B/ Les cantonnements des prérogatives collectives des actionnaires

#### II- La nécessaire responsabilisation des acteurs de la gouvernance des sociétés cotées

A/ L'engagement de la responsabilité personnelle des dirigeants; une voie laborieuse

B/ La responsabilité des actionnaires: un enjeu crucial

### *Section 2: Le modèle de gouvernance des sociétés cotées en quête d'amélioration*

#### I- L'attractivité des sociétés cotées au coeur de la réflexion contemporaine

A/ Les réflexions sur le renforcement du rôle des actionnaires dans la vie sociale

B/ La promotion d'un actionnariat de long terme

#### II- Les débats portés par la réflexion sur le gouvernement d'entreprise.

A/ La question de l'introduction de l'action de groupe en droit français

B/ La question du maintien des droits de vote double.

## **Bibliographie**

*“La démocratie est le régime politique dans lequel le pouvoir suprême est attribué au peuple qui l'exerce lui-même ou par l'intermédiaire de représentants qu'il élit<sup>1</sup>”*. Il est alors classiquement enseigné que la société n'est rien d'autre qu'une “petite” démocratie. Les citoyens-associés décident de s'organiser en rédigeant un contrat social qu'est le contrat de société. L'assemblée générale des associés est ainsi détentrice de ce pouvoir suprême. Dans ce système idéal donc, le pouvoir est indissolublement lié à la propriété. Ceux qui ont le pouvoir dans la société sont les mêmes qui en sont propriétaires. A n'en pas douter, ce modèle de démocratie directe existe encore aujourd'hui, dans les petites et moyennes entreprises où le maître de l'affaire est généralement désigné comme dirigeant. Mais se rapproche-t-on davantage de la réalité lorsque l'on évoque le modèle de démocratie représentative à propos du fonctionnement des sociétés cotées. Ce modèle où le pouvoir est confié à des mandataires, nommés par les associés, en vue de représenter les intérêts de ces derniers. Dans certaines sociétés devenues des technostructures<sup>2</sup>, des managers professionnels détiennent une part infime du capital mais conduisent la société aussi aisément que le ferait un entrepreneur individuel dans son entreprise. Il y a alors dissociation de la propriété et du capital. Or comme le soulignait A. Smith, *“les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que des associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds<sup>3</sup>”*.

Ces considérations liminaires et générales invitent à s'interroger plus spécialement sur la place des actionnaires dans le jeu sociétaire, sur leur rôle dans la gouvernance des sociétés cotées françaises.

L'actionnaire se définit classiquement comme le titulaire d'une action de sociétés de capitaux. L'action étant le titre négociable émis par la société, qui représente une fraction du capital social et constate le droit de l'associé dans la société<sup>4</sup>. L'actionnaire est donc le propriétaire d'une partie de l'entreprise. C'est celui qui, en contrepartie d'un apport, reçoit des titres sociaux qui lui confèrent des droits politiques et financiers. Par l'acte d'apport, l'actionnaire manifeste sa volonté

---

<sup>1</sup> Vocabulaire Capitant.

<sup>2</sup> Expression donnée par les sociologues.

<sup>3</sup> A. Smith, *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1776, p.401.

<sup>4</sup> Lexique des termes juridiques, Dalloz, 19e édition, 2010.

de participer à la gestion des affaires sociales et à la répartition des résultats de l'exploitation. Autrement dit, il manifeste son *affectio societatis*, composante essentielle du contrat de société.

Les sociétés cotées sont celles dont les titres sont admis en négociation sur les marchés réglementés. Elles décident donc de se financer sur le marché boursier en émettant des valeurs mobilières à destination des investisseurs. La bourse est un marché réglementé où le cours des valeurs mobilières qui y sont cotées dépend directement de la loi de l'offre et de la demande. On trouve d'abord un marché secondaire (de l'occasion) qui permet les transactions entre acquéreurs et vendeurs de titres. C'est aussi un marché primaire où la société va proposer pour la première fois ses titres financiers au public. En ce sens, la bourse est un élément de financement des sociétés par action, seuls sociétés à pouvoir émettre des valeurs mobilières c'est à dire des titres négociables <sup>5</sup>.

Comment une société acquiert-elle le statut de société cotée? il convient de distinguer l'admission à la cote et l'offre au public des titres financiers. La cotation procède d'un critère formel, l'admission sur un marché réglementé. Elle est décidée par une entreprise privée chargée du fonctionnement du marché. Ainsi, l'entreprise de marché Eurolist gère le marché Euronext et s'assure du respect par les émetteurs de son règlement. Avant d'autoriser l'admission à la cote, Eurolist vérifie la régularité des conditions d'émission des titres, leur négociabilité et leur comptabilité avec les règles de marché. Ainsi, les actions ne peuvent pas être admises si leur cession est assujettie au respect de clauses d'agrément ou de préemption qui restreignent leur libre négociabilité. Il en résulte que la stipulation de ces clauses statutaires est incompatible avec le statut de société cotée. Une fois l'admission admise, les instruments financiers sont introduits en bourse et proposés aux investisseurs.

L'acquisition de ce statut n'est pas neutre. D'abord, Il présente de nombreux avantages: une source de financement de long terme, l'élargissement du cercle des actionnaires, l'obtention d'un label de prestige, l'évaluation des performances réelles de l'entreprise ou encore la liquidité des titres. Mais les inconvénients sont également nombreux. La société entre *de facto* dans le champ de dispositions légales et réglementaires très contraignantes. Des contraintes lourdes pèsent désormais sur la société et sur ses actionnaires. Placée sur le contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers, elle est désormais la débitrice d'une obligation d'information très dense. La finalité des dispositions est

---

<sup>5</sup> C. Com. Art. L.228-1; M. Cauzian, Manuel de droit des sociétés, 24e édition, Litec, p.434.

d'assurer la confiance et l'égalité des investisseurs, la transparence et l'efficacité des marchés de capitaux<sup>6</sup>.

Selon son niveau de capitalisation boursière, la société entre dans l'un des trois compartiments du marché Euronext. Le compartiment A regroupe les sociétés ayant une capitalisation supérieure à un milliard d'euros. Il s'agit des grands poids de la cote (les bigcaps). Le compartiment B rassemble les sociétés dont la capitalisation est comprise entre cent-cinquante millions et un milliard d'euros (les midcaps). Enfin, celles qui ont un niveau de capitalisation inférieur à cent-cinquante millions d'euros sont localisées dans le compartiment C (les smallcaps).

Les sociétés cotées sont donc susceptibles de présenter un actionnariat très disparate. Sociétés ouvertes, elles ont fait le choix, pour se développer, d'ouvrir leur capital social au public. Des petits porteurs, des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et autres investisseurs institutionnels français ou étrangers, des fonds spéculatifs (*hedge funds*) ou encore l'Etat peuvent être amenés à coexister au sein d'une même assemblée générale.

Le thème de la gouvernance des sociétés est apparu dans le paysage doctrinal juridique français il y a une quinzaine d'années. Cette problématique a d'abord été l'objet de nombreux travaux réalisés par des économistes<sup>7</sup>. Les juristes vont ensuite se l'approprier car le droit joue un rôle essentiel. Il va être en effet l'instrument au service de l'amélioration de la gouvernance des sociétés. Le droit assure la traduction concrète et pratique des réflexions portées sur le gouvernement d'entreprise.

La *corporate governance* ou le gouvernement d'entreprise a pour objectif de promouvoir l'équilibre et la séparation des pouvoirs<sup>8</sup>. Il s'intéresse à l'organisation des relations entre les organes de direction et les actionnaires propriétaires de l'entreprise. Selon G. Charreaux, il s'agit de "*l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire*"<sup>9</sup>. Encore, selon H. Hyafil, le gouvernement d'entreprise vise "*l'ensemble des dispositions qui permettent de s'assurer que les objectifs poursuivis par les dirigeants sont*

---

<sup>6</sup> P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, éd. Lextenso, p. 81 et s.

<sup>7</sup> Par exemple: Berle et Means, *The modern corporation and private property*, 1932.

<sup>8</sup> Montesquieu, *De l'esprit des lois*, 1758.

<sup>9</sup> G. Charreaux, *Vers une théorie du gouvernement d'entreprise*, Cahier de recherche, IAE de Dijon, 1996.

*légitimes et que les moyens mis en oeuvre pour atteindre ces objectifs sont adaptés*<sup>10</sup>”. Le gouvernement d’entreprise place donc au coeur de sa réflexion la direction de la société ainsi que les moyens offerts aux actionnaires de contrôler que cette direction agit bien dans le sens de leur intérêt<sup>11</sup>. Si le gouvernement d’entreprise intéresse toutes les sociétés, qu’elles soient cotées ou non<sup>12</sup>, cette étude se focalisera sur les premières. C’est en effet dans ces sociétés que les enjeux se cristallisent en raison de la disparité de son actionnariat et des pouvoirs détenus par ses managers professionnels. La dissociation de la propriété et du pouvoir est la plus aboutie. Plus qu’ailleurs, un équilibre des pouvoirs doit donc être institué.

La réflexion sur le gouvernement d’entreprise en France a d’abord porté sur l’amélioration du fonctionnement du conseil d’administration des sociétés anonymes<sup>13</sup>. Or dès 1996, le sénateur Ph. Marini soulignait que le droit de sociétés laissait apparaître un double déséquilibre. “*D’une part il assure une suprématie des fonctions de direction sur celles de contrôle, d’autre part, il privilégie les contrôles de type externe (judiciaire) au détriment des contrôles internes exercés par les actionnaires et les commissaires aux comptes*”<sup>14</sup>. C’est donc sur le fonctionnement de l’assemblée générale et plus spécialement sur les droits et pouvoirs des actionnaires qui s’est ensuite concentrée et appliquée cette réflexion<sup>15</sup>.

Depuis une dizaine d’année, la place des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées et au coeur des préoccupations. La nécessité de renforcer les prérogatives d’information et de contrôle des actionnaires est pressente. Les actionnaires ont perdu leur rôle de propriétaire de l’entreprise dans les sociétés cotées depuis une trentaine. Toutes les évolutions législatives visent à réaffirmer leur rôle pour encadrer celui des dirigeants

---

<sup>10</sup> H. Hyafil, *Corporate governance: une synthèse de la littérature*, Cahier de recherche groupe HEC, n°606/1997.

<sup>11</sup> JurisClasseur Commercial, *Sociétés anonymes - Gouvernance des sociétés*, Fasc.: 1350.

<sup>12</sup> *La “corporate governance des PME”: un oxymore apparent*, I. Beynex, S. Hebert, La semaine juridique, Entreprise et Affaires, n°43-44, 27 octobre 2011.

<sup>13</sup> Rapports Viénot I (juillet 1995), Viénot II (juillet 1999), rapport Bouton (septembre 2002), code AFEP MEDEF (juillet 2008).

<sup>14</sup> Ph. Marini, *rapport remis au Premier Ministre relatif à la modernisation du droit des sociétés*, 1996

<sup>15</sup> Rapport Mansion, Pour l’amélioration de l’exercice des droits de vote des actionnaires en France, 15 septembre 2005



L'enjeu ultime est la confiance des investisseurs dans la gestion des sociétés cotées. Les agents à capacité de financement n'acceptent d'apporter leurs fonds que s'il sont convaincus que la gestion de la société par les dirigeants est placée sous le contrôle effectif des actionnaires. C'est donc un enjeu d'attractivité de la place. Il convient d'attirer les investisseurs en France dans une économie mondialisée. Enfin, selon l'OCDE, l'adoption de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise *“contribue à accroître la confiance des investisseurs nationaux, réduit le coût du capital, concourt au bon fonctionnement des marchés de capitaux, et en définitive confère davantage de stabilité aux sources de financement<sup>16</sup>”*.

De quel manière la gouvernance des sociétés cotées organise-t-elle la promotion des actionnaires?

Longtemps marginalisés, les actionnaires vont progressivement retrouver leur place dans le fonctionnement sociétaire (Partie 1). Cette rénovation du rôle des apporteurs de capitaux n'est cependant pas achevée (Partie 2).

---

<sup>16</sup> Principes de OCDE, 2004, p. 13.

# Partie 1: La réaffirmation de la place des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées

Instaurer la confiance des investisseurs dans la gestion des sociétés cotées. Telle est la finalité de tout modèle de gouvernance et de tout ordre juridique dans un système capitaliste. En conséquence, la question posée est celle des moyens susceptibles de limiter le pouvoir managérial. Cette problématique est d'ailleurs au coeur du phénomène contemporain du gouvernement d'entreprise. Depuis une vingtaine d'années, les sociétés cotées s'efforcent d'adapter leurs modèles de gouvernance aux nouvelles exigences contemporaines. Ces exigences sont celles de la transparence, de l'équilibre des pouvoirs et de la responsabilité. Il en résulte que le modèle fondé sur la marginalisation des actionnaires sera abandonné (I). Parce que l'encadrement de l'action des dirigeants exige l'existence de contre-pouvoirs effectifs au sein de la société, le rôle de l'actionnaire est réaffirmé. La gouvernance des sociétés cotées du XXI<sup>e</sup> siècle se caractérise ainsi par la promotion des actionnaires (II).

## Section 1: La gouvernance fondée sur la marginalisation des actionnaires: un modèle dépassé

Afin de restaurer la confiance des investisseurs dans la gestion des sociétés cotées, émerge dans les années 1970 un modèle de gouvernance fondé sur la réaffirmation du pouvoir actionnarial. Mais reposant exclusivement sur la réactivation des mécanismes boursiers, ce modèle s'est traduit par une marginalisation des actionnaires dans le fonctionnement sociétaire (I). Un nouveau modèle de gouvernance s'affirme alors à partir des années 2000. Celui-ci souhaite au contraire promouvoir un actionnariat actif dans le jeu sociétaire (II).

I- L'échec du modèle de gouvernance des sociétés cotées fondé sur le marché boursier

Malheureusement, ce modèle mettra en oeuvre des principes fragiles (A) et la confiance des investisseurs ne s'en trouvera pas renforcée (B).

A/ Les principes fragiles du modèle de gouvernance fondé sur le marché boursier

Dès les années 1970, la réaffirmation du pouvoir actionnarial devient une condition *sine qua non* d'une meilleure gouvernance des sociétés cotées après des décennies de "capitalisme managérial". La séparation de la propriété et du capital a en effet entraîné une concentration du pouvoir entre les mains des dirigeants avec le risque de divergence d'intérêts entre eux et les actionnaires<sup>17</sup>. Ce pouvoir des managers et le défaut de contre-pouvoirs ont alors gravement porté atteinte à l'attractivité de ces sociétés cotées. En effet, comment inciter des investisseurs à placer leur fonds dans une structure qui met en oeuvre une gouvernance les contraignant à la léthargie? Certains auteurs justifieront cette concentration des pouvoirs par la liquidité des titres sociaux. Le marché boursier assure une liquidité accrue des titres et octroie donc la faculté pour tout investisseur de céder sa participation. Il devient alors normal qu'il participe moins à la gestion des affaires sociales<sup>18</sup>.

Comment ce modèle de gouvernance compte-t-il rétablir les intérêts légitimes des actionnaires dans le jeu sociétaire et borner l'action du management? Une piste est donnée par l'économiste américain Armen Alchian, lequel affirmera en 1969 qu' "*ignorer ou dénier la force des marchés de capitaux ouverts et compétitifs est (...) une erreur fondamentale de la littérature sur le capitalisme managérial*"<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Berle et means, *The modern Corporation and Private Property*, 1932.

<sup>18</sup> V. Magnier, *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Pour une meilleur protection de l'intérêt social*, éd. Lextenso, 6 juillet 2010, p. 5.

<sup>19</sup> Alchian, *Corporate Management and Property Rights*, 1969

Précisément, il s'agit d'un modèle de gouvernance fondé sur la discipline de marché. Le marché boursier est érigé en espace d'évaluation de la gestion des sociétés cotées. C'est ce qu'exprime, en finance, l'Hypothèse d'Efficiences Informationnelles du Marché Boursier (HEIM). Selon cette hypothèse, les investisseurs correctement informés font du cours boursier le meilleur indicateur de la performance à long terme

de l'entreprise<sup>20</sup>. Dans ce système donc, le cours de bourse de l'action devient la boussole de l'action des dirigeants. Une direction performante et efficace est donc celle qui crée de la valeur actionnariale (*shareholder value*) et qui satisfait aux exigences de rendements, exercice après exercice, des actionnaires. A l'inverse, une mauvaise gestion sera celle qui se traduit par une baisse de la valeur du titre. La sanction est immédiate. La liquidité permet en effet à tout actionnaire, non satisfait de son placement, de céder ses titres.

Très brièvement, deux mécanismes jouent alors un rôle essentiel. D'une part, la menace des offres publiques d'achats hostiles. En effet, la valeur boursière de l'entreprise se dégrade et c'est le risque d'OPA avec le risque de révocation du dirigeant. D'autre part, les stocks-options (comme les attributions gratuites d'actions) permettent de lier la rémunération des dirigeants à l'appréciation du cours boursier. A titre illustratif, dans les années 2000, les stocks options constituent les deux tiers de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées en Europe et la moitié en France<sup>21</sup>. Quand les dirigeants sont rémunérés sous forme de stock-options, leur richesse s'accroît en même temps que celle des apporteurs de capitaux. Cela ne peut que limiter les choix de gestion motivés par leurs intérêts personnels. Par ces deux mécanismes donc, les dirigeants sont naturellement invités à privilégier les intérêts des actionnaires.

Ainsi, la réaffirmation du pouvoir actionnarial, qui doit conduire *in fine* au rétablissement de la confiance des investisseurs, se fonde quasi-exclusivement sur les mécanismes des marchés financiers. En revanche, l'intervention active des actionnaires au sein de la société n'est pas recherchée<sup>22</sup>. Cette réaffirmation ne repose pas sur le renforcement des droits d'information des actionnaires et sur leur intervention accrue dans la vie de la société. Autrement dit, ce modèle privilégie l'*exit*. Non impliqué dans le pilotage de la société, l'actionnaire est incité à "voter avec

---

<sup>20</sup> V. Magnier, *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, éd. Lextenso, 6 juillet 2010, p. 7.

<sup>21</sup> Etude du cabinet *Towers Perrin* publié en 2007.

<sup>22</sup> Selon Berles, la restauration du pouvoir actionnarial dans les assemblées générales des sociétés cotées est une utopie dans cette nouvelle ère marquée par l'essor du capitalisme directorial et financier.

ses pieds”, à se séparer de sa participation dès lors qu’elle est moins rentable ou qu’il voit croître le risque de son placement. Et ce, au détriment de la *voice*, c’est à dire la prise de parole de l’actionnaire, son implication dans les affaires sociales et le contrôle effectif de l’action des dirigeants.

Pour conclure, au début des années 2000, domine l’idée qu’une société bien gérée est celle qui est sous le contrôle d’administrateurs indépendants et qui est gouvernée en fonction des signaux du cours boursier. A contrario le modèle allemand, emprunt de considérations sociales et dans lequel les administrateurs sont en partie des salariés, est dénigré. “*Le triomphe du modèle actionnarial de gouvernance sur ces principaux concurrents est maintenant assuré (...). La logique seul n’a pas établi la supériorité de ce modèle et des règles qui y sont associées (...). Bien plus, ce modèle de gouvernance l’a emporté sur ses compétiteurs à la dure, en surclassant dans les décennies qui suivirent la Seconde Guerre Mondiale les trois modèles alternatifs de gouvernance: le modèle managérialiste, le modèle travailliste et le modèle étatique français*”<sup>23</sup>.

## B/ La méfiance accrue des investisseurs dans la gestion des sociétés cotées

Une série de scandales et de dysfonctionnements dans la gestion des sociétés cotées finiront de marquer le discrédit sur leur modèle boursier de gouvernance. Ces dérives mettent en lumière les carences d’un modèle reposant exclusivement sur le marché boursier pour encadrer le pouvoir des dirigeants. Dans les années 2000, se succèdent, notamment aux Etats Unis, une série de scandales financiers qui touchent les sociétés cotées. En outre, la crise des *subprimes*, si elle est avant tout une crise de marché (titrisation non maîtrisée, assèchement du marché interbancaire), témoigne également d’une faillite en matière de gouvernance<sup>24</sup>.

A titre illustratif, la société *Enron* (décembre 2001) était la plus grande entreprise américaine par sa capitalisation boursière. Elle fait faillite en raison des pertes occasionnées par ses opérations spéculatives sur le marché de l’électricité et qui sont maquillées en bénéfices via des manipulations comptables. Cette faillite entraîne dans son sillage celle d’*Arthur Andersen* qui auditaient ses comptes.

---

<sup>23</sup> Hansmann et Kraakman (2000).

<sup>24</sup> V. Magnier, *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Pour une meilleure protection de l’intérêt social*, éd. Lextenso, 6 juillet 2010, p. 11.

Autre exemple tout aussi révélateur de l'émergence de comportements déviants des dirigeants, celui de la société *Adelphia* en 2002. Les fondateurs de cet opérateur de télévision par câble empruntent sans retenue de l'argent (plus de trois milliards de dollars) et puisent directement dans la trésorerie de la société pour financer leurs opérations de bourse et des dépenses d'agrément. La découverte par le public du montant colossal des dettes contractées par l'entreprise contraint les fondateurs à céder le contrôle d'un empire devenu exsangue. En outre, le cabinet d'audit *Deloitte & Touche*, chargé d'auditer les comptes de l'entreprise, sera directement visé par les enquêtes pour fraude déclenchées au niveau fédérale.

On peut noter que dans ces deux affaires, seront remis en cause les cabinets d'audits chargés de contrôler, d'expertiser et de vérifier les comptes desdites sociétés. L'indépendance et la compétence technique qui sont les deux vecteurs d'un audit réussi feront ici particulièrement défauts.

Des manipulations comptables auront également raison du géant américain *Worldcom*. La société fera faillite après la découverte de la fictivité d'environ onze milliards de dollars de revenus déclarés et la chute du cours du titre.

Enfin, inutile de rappeler les conséquences désastreuses pour l'économie mondiale de la faillite du géant bancaire *Lehman brothers* en 2008.

De surcroît, les affaires *Enron* et *Leyhman Brothers* présentent des similitudes et mettent en lumière la fragilité des principes sur lesquels se fondent le modèle boursier de gouvernance des sociétés cotées. D'une part, les évaluations boursières sont très favorables juste avant leur chute. Autrement dit, elles sont en inadéquation avec la situation réelle. Les notations et autres évaluations sont excellentes<sup>25</sup>. Puis, les stocks options sont massivement utilisés par les dirigeants afin de porter leur rémunération à plusieurs centaines de millions de dollars. Les conseils d'administration respectent l'exigence d'indépendance puisque 80% des membres sont indépendants dans chacun des cas. Une composition "irréprochable" mais qui n'empêche pas les nombreuses dérives (investissement massifs dans les produits dérivés, hausse de l'endettement, etc.)<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> 60 milliards d'actifs pour Enron, 639 milliards pour LB.

<sup>26</sup> V. Magnier, *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, éd. Lextenso, 6 juillet 2010, p. 11.

Incontestablement, ces nombreux scandales ont entraîné une défiance accrue des investisseurs quant à la bonne gestion des sociétés cotées. Croyant que le marché boursier serait le seul outil efficace de contrôle des dirigeants, ce modèle a au contraire encouragé ces managers professionnels, n'assumant aucun risque social, à prendre des décisions inconsidérées en vue d'optimiser la rentabilité de l'entreprise. La création de valeur actionnariale justifie toute pratique, déniait la nécessité de construire une vision de long terme dans l'intérêt de l'entreprise et l'exigence d'une information de qualité c'est à dire exacte, précise et sincère<sup>27</sup> à destination des investisseurs. Il en résulte la nécessité d'adopter une vision plus modeste des marchés financiers comme instances de contrôle et d'évaluation des sociétés cotées. L'analyse empirique permet de constater que le marché boursier échoue à produire une évaluation pertinente des sociétés<sup>28</sup>.

En conclusion, le discrédit porté sur le modèle boursier de gouvernance des sociétés cotées sera achevé avec la faillite de *Leyman Brothers* et la crise des *subprimes* qui plongeront les économies occidentales dans une succession de crises systémiques. On peut affirmer en effet que les crises financières puis économiques et sociales sont directement engendrées par la gestion calamiteuse des grands noms de la cote américaine.

La finalité de tout modèle de gouvernance étant de gagner la confiance des agents à capacité de financement pour qu'ils apportent leurs fonds aux entreprises, il est incontestable que le modèle décrit ci-dessus a échoué. Pis encore, il semblerait que jamais les investisseurs n'aient autant été réticents à investir en bourse. Jamais la gestion des sociétés cotées n'a été autant suspecte aux yeux du grand public. C'est ainsi que selon une enquête de TNS Sofres, le nombre d'actionnaires individuels seraient passés de 7 millions à 5,3 millions de 2009 à 2010. Ils étaient 7,2 millions en 2003<sup>29</sup>. Il convient donc rapidement de redonner confiance aux actionnaires. D'où le cri d'alarme poussé par P-H. Leroy, président de la société de conseil de vote Proxinvest: "*On s'est tellement moqué des actionnaires qu'ils partent ailleurs. C'est dramatique. Les épargnants se concentrent davantage sur l'immobilier. Il faut les intéresser à l'entreprise*<sup>30</sup>".

---

<sup>27</sup> RGAMF. Art. 223-1 réglementant l'information financière

<sup>28</sup> V. Magnier, *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, éd. Lextenso, 6 juillet 2010, p. 12 et s.

<sup>29</sup> Le monde, 14 et 15 novembre 2004, Supplément, p. 2.

<sup>30</sup> Economie, *Les petits porteurs désertent les assemblées générales des entreprises dont ils sont actionnaires*, 7 décembre 2011.

## II- L'essor du rôle des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées

Un nouveau modèle de gouvernance se façonne depuis plusieurs années sur les ruines du précédent. L'encadrement du pouvoir des managers doit nécessairement passer par l'existence d'un actionnariat fort et réhabilité dans la vie sociale. Un actionnariat utilisant sa "voice" au sein de l'assemblée générale, et exerçant pleinement toutes ses prérogatives pour contrôler la direction et dicter ses exigences.

Les sociétés cotées, en raison de leur caractère ouvert, présentent une très grande disparité d'actionnaires. Il convient de les identifier et de distinguer ceux qui jouent un rôle essentiel dans la gouvernance desdites sociétés (A). Depuis plusieurs années, on assiste au réveil des actionnaires et ce, en raison de plusieurs facteurs qui devront être analysés (B).

### A/ La typologie de l'actionnariat dans les sociétés cotées

Les sociétés par actions, surtout lorsque leurs titres sont admis en négociation sur les marchés réglementés, présentent une pluralité d'actionnaires. Pouvant être animés par des intérêts divergents, la pérennité et la prospérité de l'entreprise dans laquelle ils investissent sont néanmoins le vecteur de leur unité<sup>31</sup>.

Ces sociétés ouvertes ont fait le choix, pour se développer, d'ouvrir leur capital social au public. Les titres de capitaux qu'elles émettent sont proposés au public - aux petits épargnants jusqu'aux investisseurs institutionnels - via les marchés réglementés, notamment la bourse. Aussi, la société par actions, plus que toute autre société, a la faculté de voir son capital partagé entre des milliers d'actionnaires. C'est en effet la seule société commerciale qui est autorisée à émettre des valeurs mobilières c'est à dire des titres financiers négociables sur les marchés réglementés<sup>32</sup>.

Les auteurs distinguent alors deux grandes catégories d'apporteurs de capitaux dans ces sociétés. Le critère de distinction retenu étant celui de l'affectio societatis.

---

<sup>31</sup> JurisClasseur Commercial, Fasc. 1350: Sociétés Anonymes.

<sup>32</sup> C. Com. Art. L.228-1.



L'affectio societatis est en effet une condition de validité du contrat de société. En vertu de l'article 1832 du code civil, la qualification du contrat de société suppose l'existence de cette condition, même si celle-ci n'est pas expressément visée par la loi<sup>33</sup>. L'affectio societatis se définit classiquement comme la volonté de chaque associé de collaborer effectivement à l'exploitation du fond dans un intérêt commun et sur un pied d'égalité avec les autres associés<sup>34</sup>. Autrement dit, par l'acte d'apport, l'actionnaire manifeste sa volonté de participer à la gestion des affaires sociales et à la répartition des résultats de l'exploitation. Chaque associé est en droit de participer à la gestion de l'entreprise en prenant part aux décisions collectives<sup>35</sup>.

La société de personnes est alors désignée comme celle où la notion d'affectio societatis est la plus aboutie. Cette structure réunit souvent, en effet, de véritables partenaires fédérés autour d'un projet commun et participant à la gestion de la vie sociale.

Dans les sociétés cotées, en revanche, la qualité d'associé doit revenir, selon certains auteurs, aux seuls apporteurs qui se comportent effectivement comme des actionnaires et sont animés par l'affectio societatis. A l'inverse, Ceux qui ont réalisé un placement financier pour rechercher une rentabilité de court terme, ne méritent pas cette qualité et doivent recevoir celle de simples "bailleurs de fonds"<sup>36</sup>. Autrement dit, *"les uns ne s'intéressent qu'à la créance que leur confère leur titre, les autres, au delà de cette créance, recherchent cet élément de puissance, cette aptitude à participer à l'exercice du pouvoir"<sup>37</sup>*.

Ce courant doctrinal a été relayé par la jurisprudence en décidant, par exemple, d'écarter le jeu des clauses léonines aux promesses unilatérales d'achat à prix plancher en matière d'opérations de capital-investissement. C'est l'hypothèse où une société de capital-risque accepte de souscrire à une augmentation de capital dans une société, à la condition que les associés s'engagent à lui racheter

---

<sup>33</sup> Civ. Art. 1832 civ.: *"La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Elle peut être instituée, dans les cas prévues par la loi, par l'acte de volonté d'une seule personne. Les associés s'engagent à contribuer aux pertes"*.

<sup>34</sup> Lexique des termes juridiques, 19 édition, Dalloz; Cass. Com. 3 juin 1986: Bull. civ. IV n°116

<sup>35</sup> Manuel, Droit des sociétés, Cozian, Viandier et Deboissy, éd. Litec, p. 66

<sup>36</sup> Bulletin Joly Bourse, 1 septembre 2009, *La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop?*, A. Dallon.

<sup>37</sup> F-X Lucas, *Du contrat de société au contrat d'investissement*, RD bancaire et financière, mars-avril 2005, n°309

les titres émis au prix de souscription majoré d'un intérêt. Le bénéficiaire de la promesse est alors certain de céder ces titres à un prix minimal, nonobstant leur valeur réelle au jour de la levée de l'option. Il est à l'abri de tout aléa social et est dispensé de toute contribution aux pertes. C'est pourquoi, des promettants ont tenté de faire juger ces promesses d'achat à prix plancher de léonines. La cour de cassation a pu se fonder, pour rejeter ces prétentions, sur la qualité de "bailleur de fonds" de ces investisseurs<sup>38</sup>.

En conséquence, la doctrine établit la *summa divisio* suivante:

D'une part, des actionnaires tenant à s'impliquer véritablement dans la vie sociale. Appelés contrôleurs, ils utilisent à plein leur droit à l'information et leur droit de vote en vue de contrôler la société et de peser sur sa stratégie. Il s'agit d'abord des actionnaires majoritaires dont émanent les dirigeants de la société<sup>39</sup>. Puis, des actionnaires dit activistes tel les fonds d'investissement qui sont le plus souvent les actionnaires de référence ou *d'influence* de la société<sup>40</sup>.

D'autre part, la masse anonyme des apporteurs qui n'ont réalisés qu'un placement financier et n'ont à l'esprit que rentabilité et court-termisme. Sont visés tant les fonds spéculatifs (*hedge funds*) que les actionnaires individuels dont le pouvoir politique est extrêmement réduit. En résumé, "*aux uns, le contrôle, la puissance et la gloire; aux autres, le placement, la jouissance et l'espoir*"<sup>41</sup>.

Cependant, cette position doctrinale est contestable juridiquement. Elle semble en effet confondre l'affectio societatis avec les mobiles des associés. La qualité d'associé ne serait reconnue qu'aux seuls contrôleurs animés par l'affectio societatis. Pourtant, en acquérant les titres, les contrôleurs comme les bailleurs de fonds ont manifesté la volonté d'être associé. Seuls leurs mobiles diffèrent. Or, comme l'a rappelé la cour de cassation, l'affectio societatis ne doit pas être confondu avec les motivations des intéressés. Des personnes peuvent avoir une volonté commune de s'associer tout en ayant des raisons différentes de le faire<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> Cass. com. 16 novembre 2004: Bull. IV, n°197; Rev. Soc 2005, n°3, p. 593, note H. Le Nabasque.

<sup>39</sup> Manuel, *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier et Deboissy, éd. Litec, p. 68

<sup>40</sup> JurisClasseur, Fasc. 1350: Sociétés Anonymes, p.6

<sup>41</sup> M. Jeantin, *Catégories d'actions ou sorte d'actionnaires*, Dalloz 1999, p182

<sup>42</sup> Cass. com. 10 février 1998, RJDA 6/98, n°717.

Aussi, cette *summa divisio* conduit à poser le postulat suivant lequel tout agent économique qui recherche la rentabilité de son placement présume nécessairement la volonté de ne pas participer à la gestion des affaires sociales. Or, comme nous le verrons ultérieurement, ce postulat semble simpliste et contredit en pratique.

De surcroît, il convient de procéder à une analyse dynamique de la structure de l'actionnariat des sociétés cotées, en tentant de mettre en relief ses évolutions.

On trouve d'abord les actionnaires minoritaires dont le nombre diminue en raison de leur méfiance à l'égard de la gestion des sociétés cotées (cf supra). Ces actionnaires ont un poids très faible au sein des assemblées générales, d'où leur difficulté à faire valoir leurs droits<sup>43</sup>. De fait, l'égalité des actionnaires prônée dans le code civil est insuffisante. Aussi, un des enjeux de la réflexion sur le gouvernement d'entreprise est de renforcer les prérogatives des minoritaires et de corriger l'asymétrie de situation avec les majoritaires<sup>44</sup>.

Aussi, pour peser davantage aux sein des assemblées générales, ils ont intérêt à se regrouper dans le cadre d'une association. Il en existe trois catégories.

D'une part, les petits porteurs peuvent décider d'adhérer à une association d'investisseurs. Ayant pour objet la défense des investisseurs en valeurs mobilières et produits financiers, ces associations peuvent agir en justice devant toute juridiction en raison de faits ayant causés un préjudice, directe ou indirecte, à l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux<sup>45</sup>. Elles font l'objet d'un agrément, après avis de l'Autorité des marchés financiers et du ministère public, si elles justifient de six mois d'existence et d'au moins deux cents adhérents. En outre, en cas d'irrégularités ou de pratiques illicites, elles peuvent obtenir du président du Tribunal de grande instance qu'il y mette fin par la voie de l'injonction<sup>46</sup>.

---

<sup>43</sup> J-J Caussain, *Le gouvernement d'entreprise, le pouvoir rendu aux actionnaires*, 2005, éd. Litec, p. 130

<sup>44</sup> Bull. Jolie Sociétés, *La protection des actionnaires minoritaires dans la loi relative aux nouvelles régulations économiques*, 1 juillet 2001.

<sup>45</sup> Code Monétaire et financier (CMF), Art. L. 452-1.

<sup>46</sup> CMF, Art. L. 452-2.

D'autre part, dans les sociétés cotées, les porteurs d'actions peuvent se regrouper au sein d'une association d'actionnaires destinée à représenter leurs intérêts dans la société<sup>47</sup>. Ils doivent justifier d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenir ensemble au moins 5% des droits de vote (C. com., Art. L. 225-120-I). Lorsque le capital social de la société est supérieur à 750 000 euros, la part des droits de vote à représenter est réduite progressivement, pour ne représenter plus que 1% au delà de quinze millions d'euros. Les actions de la société doivent nécessairement être admises en négociation sur les marchés réglementés. Depuis la loi du 1er août 2003 relative à la sécurité financière (loi LSF), elles peuvent agir plus généralement en justice pour la défense des intérêts des investisseurs. Parmi les associations d'actionnaires, la plus connue est sans doute l'association de défense des actionnaires d'Eurotunnel (ADACTE) (cf infra).

Enfin, les associés peuvent adhérer à une association ayant un objet généraliste. Ces associations relèvent de la loi du 1er juillet 1901 et sont chargées de représenter leurs membres, dans le cadre de procédures contentieuses ou non, auprès des sociétés dont ils détiennent des actions, des établissements financiers et de l'Autorité des marchés financiers. Par exemple, on trouve l'Association nationale des actionnaires français (ANAF) et surtout, l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) dont la présidente est l'emblématique Mme Colette Neuville.

De surcroît, il faut relever l'importance croissante des salariés actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées. En effet, la législation française est tournée vers la promotion de l'actionnariat salarié. Le législateur est intervenu à plusieurs reprises pour favoriser la naissance d'un "capitalisme populaire"<sup>48</sup>. D'abord, les nombreuses privatisations opérées par l'Etat français ont permis à de nombreux salariés de devenir actionnaires de leurs sociétés<sup>49</sup>. Puis trois dispositifs ont été institués pour encourager davantage le développement de cette forme d'actionnariat.

D'une part, la société peut décider d'attribuer des stocks options<sup>50</sup> à ses salariés. Ces stocks options, institués sur le modèle américain des *stocks options plans*, confèrent à leurs bénéficiaires le droit de souscrire à des actions émises par la société voire d'acheter des actions existantes. Le

---

<sup>47</sup> C. com. Art. L. 225-120.

<sup>48</sup> Manuel, Droit des sociétés, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec

<sup>49</sup> Les lois de 1986 sur la privatisation ont réservé 10% du capital au personnel des nouvelles sociétés privatisées; 90% des salariés en activité du Crédit commercial de France et de la Société Générale sont ainsi devenus actionnaires de leur société.

<sup>50</sup> C.com. Art. L. 225-177 et s.

bénéficiaire est titulaire d'une promesse unilatérale d'achat ou de souscription. S'il le souhaite, il peut ainsi lever l'option dans le délai imparti et devenir propriétaire des titres sociaux, synonyme de l'acquisition de la qualité d'actionnaire. En outre, il réalise éventuellement un profit tenant à la différence entre le prix de l'option et la valeur réelle de l'action au jour de la levée de l'option (gain d'acquisition). En cas de revente ultérieure, il sera taxé au titre de la plus-value éventuellement dégagée (plus-value de cession).

D'autre part, lorsque la société réalise une augmentation de capital par apports en numéraire, le législateur exige que l'assemblée générale extraordinaire se prononce sur un projet de résolution tendant à réaliser une augmentation de capital dans les conditions prévues aux articles L. 3332-18 et suivants du code du travail. Autrement dit, l'AGE doit statuer sur un projet d'augmentation de capital en faveur des salariés adhérents à un plan d'épargne d'entreprise (C. com. Art. L. 225-129-6 al. 1er.). Si l'assemblée doit se prononcer sur ce point, elle n'est évidemment pas obligée de donner suite au projet<sup>51</sup>. Le champ d'application de cette obligation est très large. En effet, elle vaut pour toutes les sociétés, y compris celles qui ne sont pas titulaires d'un plan d'épargne d'entreprise<sup>52</sup>. Puis elle s'impose à toutes les augmentations de capital. C'est ainsi que selon F-X Lucas, même si l'opération est décidée en application d'un plan de sauvegarde ou de redressement arrêté par le tribunal, l'assemblée de la société en difficulté doit se prononcer sur ce projet de résolution. Jusqu'en 2004, les enjeux étaient importants, la sanction étant la nullité de l'opération. L'ordonnance du 24 juin 2004 prévoit désormais que la violation de cette disposition ouvre seulement la voie à une injonction de faire<sup>53</sup>.

Par ailleurs, l'AGE doit se prononcer sur un même projet de résolution, tous les trois ans lorsque les salariés de la société et des sociétés qui lui sont liées au sens de l'art. L. 225-180 du code de commerce représentent moins de 3% du capital<sup>54</sup>.

Enfin, au titre de l'alternative aux stocks options, la société peut décider de l'attribution gratuite d'actions (AGA) à ses salariés. Les AGA permettent à leurs bénéficiaires de réaliser un gain, même

---

<sup>51</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales, 2011, n°70451.

<sup>52</sup> Rép. min. n° 34056: JO Sénat Q, 22 novembre 2001, p. 3718; TC Bordeaux, 15 novembre 2002: RJDA 7/2003, n°730.

<sup>53</sup> C. com. Art. L. 225-149-3.

<sup>54</sup> C. com. Art. L. 225-129-6, al. 2.

si la valeur des actions diminue depuis leur attribution. Comme en matière de stocks options, les bénéficiaires ne peuvent détenir plus de 10% du capital social, avant et après l'attribution.

Il résulte de ce qui précède que l'arsenal législatif en vigueur favorise l'essor d'un actionariat salarié qui pourra, dans les années à venir, effectivement peser dans le jeu sociétaire à condition qu'il se fédère et s'organise.

Ensuite, de par l'interventionnisme de l'Etat français dans l'économie, de nombreuses sociétés cotées, autrefois publiques, comptent aujourd'hui l'Etat parmi leurs actionnaires. Depuis une vingtaine d'année, le mouvement est celui du recul de cet actionnaire particulier, sous la pression de la construction communautaire, de la réalisation du marché unique et de la mondialisation. En outre, les nombreuses dérives tel que le scandale du crédit Lyonnais ont mis en lumière les carences de l'Etat français à gérer efficacement des entreprises. Il n'en demeure pas moins qu'il reste présent dans un certain nombre de secteurs dit stratégiques ou sensibles (secteurs bancaire, de l'aéronautique, de la défense, de l'énergie, des biotechnologies, etc.). Dans les entreprises appartenant à ces secteurs, l'Etat, représenté au sein du conseil d'administration, concourt à la définition de leurs stratégies et de leurs politiques commerciales. Mais plusieurs rapports relevaient que l'Etat exerçait sa fonction d'actionnaire de manière peu satisfaisante<sup>55</sup>. En conséquence, l'Agence des Participations de l'Etat (APE) a été instituée en 2003. Il s'agit d'un service à compétence nationale rattaché directement au Ministre de l'économie et des finances. Sa mission est d'exercer la fonction d'actionnaire en veillant aux intérêts patrimoniaux de l'Etat dans la gestion de ses participations financières. L'Etat s'est donc doté d'un service spécialement chargé d'assumer cette tâche. L'objectif est celui d'une professionnalisation du métier d'actionnaire et d'intériorisation des pratiques d'un "bon actionnaire"<sup>56</sup>. *"L'Etat via l'APE est devenu un actionnaire qui agit, dans le respect de l'intérêt social, pour rechercher la création de valeur actionnariale en adoptant les meilleurs stratégies et en diffusant les règles du gouvernement d'entreprise"<sup>57</sup>*. Dans les sociétés, où l'Etat détient plus de 90% du capital, le conseil d'administration adopte la composition tripartite suivante: un tiers de personnalités de l'Etat, un tiers de représentants des salariés et un tiers de personnalités qualifiés.

---

<sup>55</sup> Rapport remis à F. Mer, *L'Etat actionnaire et le gouvernement des entreprises publiques*, 24 février 2003.

<sup>56</sup> Pour plus de précisions: le site officiel de l'APE: <http://www.ape.minefi.gouv.fr/>

<sup>57</sup> Intervention d'un représentant de l'APE à l'occasion du colloque: *Quels actionnaires pour les sociétés cotées?*, organisé par le Master 2 Professionnel de droit des affaires et fiscalité de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2 avril 2012.

Aussi, en raison de la crise économique et financière et des besoins en capitaux propres d'un certain nombre d'entreprises, l'Etat a créé le Fond Stratégique d'Investissement (FSI). Doté de vingt milliards d'euros de fonds propres, il a pour mission de répondre aux besoins de fonds propres "d'entreprises porteuses de croissance et de compétitivité pour l'économie française" (filiales automobiles, électroniques, énergétiques, etc.)<sup>58</sup>. Le fond va donc notamment entrer dans le capital de ces sociétés et les accompagner en définissant une politique de moyen-long terme. "*Le FSI veut caler le temps de l'investissement au temps de l'entreprise, donc à son projet*"<sup>59</sup>.

Enfin, une analyse de la structure de l'actionnariat des sociétés cotées serait incomplète si elle ne relevait pas la formidable montée en puissance des investisseurs institutionnels depuis une vingtaine d'année.

On distingue d'une part les investisseurs institutionnels français, désignés sous le terme de "zinzins" dans le jargon boursier<sup>60</sup>. Ils peuvent être classés en différentes catégories: les établissements de crédit, les compagnies d'assurance et enfin les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Ces-derniers sont des intermédiaires. Plusieurs investisseurs décident d'apporter leurs épargnes à une entité chargée d'investir. Les produits de ces investissements (dividendes, intérêts, plus-values) ont vocation à être redistribués aux investisseurs. Plus précisément, on distingue deux catégories d'OPCVM. D'abord, les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) qui sont de véritables sociétés au sens du droit des sociétés. La SICAV jouit de la personnalité morale et donc de tous les attributs qui s'attachent à cette qualité<sup>61</sup>. Les investisseurs peuvent aussi préférer constituer un fond commun de placement (FCP). Juridiquement, il s'agit d'une co-propriété d'instruments financiers. Ainsi, chaque porteur de parts dispose d'un droit de copropriété sur les actifs du fonds. Ce droit est proportionnel au nombre de

---

<sup>58</sup> Pour plus de précisions: site officiel du FSI: <http://www.fonds-fsi.fr/>

<sup>59</sup>M. Gillet, Directeur Général du FSI, intervention à l'occasion du colloque: *Quels actionnaires pour les sociétés cotées?*, organisé par le master 2 Professionnel de droit des affaires et fiscalité de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2 avril 2011.

<sup>60</sup> J-J Caussain, *Le gouvernement d'entreprise, le pouvoir rendu aux actionnaires*, 2005, éd. Litec. p. 133

<sup>61</sup> Sur le plan fiscal, la SICAV est un sujet fiscal et est donc soumise à l'impôt sur les sociétés. Cependant, une disposition spéciale du code général des impôts l'exonère pour les bénéfices réalisés dans le cadre de son objet social.

parts possédées. N'ayant la personnalité morale, le FCP n'a pas de patrimoine propre et n'est pas appréhendé par le droit fiscal<sup>62</sup>.

D'autre part, on constate que la présence d'investisseurs institutionnels étrangers n'a cessé de croître au cours de ces dernières années. Ils sont devenus les acteurs prédominants dans l'économie mondiale et ont acquis la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises<sup>63</sup>. Il s'agit de fonds de retraite (*pension funds*) ou de prévoyance, des fonds de placement mutuels ou collectifs (*mutual funds*) voire des fonds spéculatifs (*hedge funds*). L'essor de ces investisseurs a donné naissance à un capitalisme collectif se caractérisant par une dissociation entre la propriété du capital et la gestion du capital (notamment les choix d'investissements)<sup>64</sup>. A titre illustratif, presque 50% du capital des sociétés du CAC 40 sont détenus par des investisseurs institutionnels non résidents (contre 33% en 1997). 50% du capital de la Société Générale est détenu par des fonds étrangers dont 29% par des américains. Autre exemple, le groupe Total est détenu à hauteur de 65% par des investisseurs étrangers, dont la moitié par des américains<sup>65</sup>.

Acquérant des participations substantielles (tout en restant en règle générale minoritaires) dans le capital des sociétés cotées françaises et européennes, ces investisseurs peuvent influencer sur les décisions prises par la direction, en tant qu'actionnaires de référence.

Après l'analyse de la typologie de cet actionnariat présent dans les sociétés cotées, il convient de déterminer précisément les facteurs de leur réveil.

## B/ Les facteurs du réveil des actionnaires dans les sociétés cotées

Plusieurs facteurs expliquent le rôle grandissant des actionnaires dans le fonctionnement sociétaire. Autrefois critiqués pour leur passivité, ils renouent progressivement avec leur rôle originel, celui de propriétaire d'une partie l'entreprise.

---

<sup>62</sup> Le FCP n'est pas soumis à l'impôt sur les sociétés. Seuls les porteurs sont imposés, au titre de l'impôt sur les sociétés ou sur le revenu, au jour de la distribution par le fond des produits de ses investissements.

<sup>63</sup> Morin, 1998.

<sup>64</sup> B. Bissara, *Les véritables enjeux du débat sur le "gouvernement de l'entreprise"*, Rev. Sociétés, janv.-mars 1998

<sup>65</sup> Le Monde - Georgeson Shareholder, 2001.



Tout d'abord, il découle de ce qui précède que le réveil des actionnaires est encouragé par la modification de la structure de l'actionnariat. Se sont progressivement imposés sur la place des actionnaires beaucoup plus puissants et organisés que les investisseurs institutionnels<sup>66</sup>.

Pendant longtemps, les gestionnaires d'actifs se sont comportés comme de purs opérateurs de marché. Ils adoptèrent à l'origine une attitude peu interventionniste. S'estimant peu concernés par la gestion des sociétés, ils n'hésitaient pas à voter avec leurs pieds, c'est à dire à céder leurs participations dès lors qu'elles devenaient insuffisamment rentables<sup>67</sup>.

Ce comportement a évolué pour intervenir de manière croissante dans les affaires sociales. Deux raisons essentielles peuvent être avancées.

D'abord, les divers scandales financiers et les dérives dans la gestion des sociétés les incitent à engager un mouvement de reconquête du pouvoir dans les sociétés<sup>68</sup>. Ne pouvant aisément céder leurs participations, la seule alternative est alors d'exercer effectivement leurs prérogatives pour peser sur les décisions du management et contrôler leur gestion dans l'intérêt de leurs clients. Aussi, les gestionnaires d'actifs pour le compte d'autrui s'approprient pleinement les principes du gouvernement d'entreprise. Ils vont ainsi être le vecteur essentiel de leur diffusion et de leur application effective par les sociétés cotées. Certains auteurs estiment même qu'ils ont transformé la corporate governance en "une véritable idéologie dont ils se font les propagandistes à travers le monde<sup>69</sup>". En effet, ils conditionnent leurs investissements à l'application de ces bonnes pratiques<sup>70</sup>. Le développement de cet actionnariat institutionnel concourt en conséquence à une standardisation de la gouvernance des sociétés cotées à l'échelle de la planète. Peu importe les spécificités des législations nationales, seul importe le respect par les sociétés cotées des préconisations posées par le gouvernement d'entreprise. Ainsi comme le souligne P. Bissara, "*le succès des préconisations du*

---

<sup>66</sup> Anne Ducros, *Renforcement des pouvoirs des actionnaires*, Journal des sociétés, n°63, Mars 2009.

<sup>67</sup> B. Bissara, Les véritables enjeux du débat sur le "gouvernement de l'entreprise", Rev. Sociétés, janv.-mars 1998, p. 11.

<sup>68</sup> JurisClasseur Commercial, Fasc. 1350: Sociétés anonymes, p. 5.

<sup>69</sup> B. Bissara, Les véritables enjeux du débat sur le "gouvernement de l'entreprise", Rev. Sociétés, janv.-mars 1998, p. 9

<sup>70</sup> Aux Etats-Unis par exemple, le fond de pension *Calpers* a élaboré un code de gouvernement d'entreprise et veille à le faire appliquer dans les sociétés dans lesquelles il réalise des investissements.

*corporate governance s'expliquent en grande partie par le fait qu'elles permettent d'ignorer les spécificités des législations nationales en se bornant à vérifier si les standards du gouvernement d'entreprise y sont appliqués ou non*".

L'activisme des gestionnaires d'actifs s'explique également par l'instauration de règles contraignantes. Aux Etats-Unis d'abord, sur le fondement de l'"*Employee Retirement Income Security Act*" (ERISA), le département du travail fait obligation aux fonds de pensions ou à leurs gestionnaires de voter dans les sociétés américaines puis étrangères (1994). Au Royaume-Uni, un document intitulé "*The responsibilities of institutional Shareholders in the UK*" est publié par un comité des actionnaires institutionnels. Au terme du *Pensions Act* de 1995, réformé en juillet 2000, les investisseurs institutionnels sont invités à ne plus rester passif et à se conduire en investisseurs "responsables"<sup>71</sup>. Aussi, les investisseurs institutionnels qui acquièrent des participations dans les sociétés anglaises sont soumis à un certain nombre de règles de conduite figurant dans le "*stewardship code*".

En France enfin, la loi de Sécurité Financière du 1er août 2003 impose aux sociétés de gestion d'exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces OPCVM et de rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote (...) <sup>72</sup>. Pris en application de ces dispositions, les articles 322-75 et suivants du règlement général de l'AMF prévoient qu'elles doivent établir un document intitulé "politique de vote". Celui-ci doit présenter les conditions dans lesquelles elles entendent exercer les droits de vote. Enfin, elles doivent également établir un rapport annuel rendant compte des conditions dans lesquelles elles ont exercé les droit de vote de leurs OPCVM <sup>73</sup>.

De surcroît, il faut désormais compter sur les actionnaires individuels, salariés ou petits porteurs, qui s'impliquent davantage dans la gestion des affaires sociales. Cet activisme des minoritaires peut s'expliquer pour deux raisons essentielles.

---

<sup>71</sup> B. Bissara, *Les véritables enjeux du débat sur le "gouvernement d'entreprise"*, Rev. Sociétés, janv-mars 1998, p. 10.

<sup>72</sup> Loi dite de Sécurité Financière n°2003-706 du 1er août 2003, CMF., Art. L. 533-4 8°.

<sup>73</sup> Entretien de l'AMF: *L'activisme actionnarial*, 2007.

Les minoritaires se sont fédérés et organisés au sein d'association d'actionnaires. Leur poids est logiquement renforcé. Ces associations peuvent en effet exercer les mêmes droits que les minoritaires détenant au moins 5% du capital. Elles peuvent ainsi demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer une assemblée générale, requérir l'inscription de projets de résolution à l'ordre de jour de l'assemblée, demander une expertise de gestion (C. com. Art. L.225-231) ou encore déclencher une procédure d'alerte dès lors que ses membres ont connaissance d'un fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation (C. com., Art. L. 225-232). Elles sont aussi en droit d'intenter l'action sociale ut singuli contre les administrateurs ou le Directeur général. On peut espérer que cette faculté facilite la destitution des dirigeants fautifs par l'exercice d'une action sociale dont les frais de procédure seraient assumés par l'association. En outre, la loi de sécurité financière du 23 août 2003 leur permet d'agir plus généralement en justice pour la défense des intérêts des investisseurs<sup>74</sup>.

Organisés au sein d'une association, les actionnaires minoritaires peuvent davantage peser sur le fonctionnement de la société. A titre illustratif, l'Association de défense des actionnaires d'Eurotunnel (ADACTE) réunissait en 2003 plus de 5% du capital et des droits de vote. Exerçant une action en justice, elle a obtenu, par un jugement du Tribunal de commerce de Paris, la nomination d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée, avec notamment à l'ordre du jour, la révocation des administrateurs<sup>75</sup>. L'assemblée s'est ainsi réunie le 7 avril 2004 et pour la première fois en France, une armée de petits porteurs va remercier l'ensemble des administrateurs d'une société cotée et procéder à la nomination d'un nouveau conseil.

Si ce propos se concentre sur les associations d'actionnaires, il n'en demeure pas moins que toutes les associations (cf supra) concourent à la réaffirmation des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées. L'activisme et le volontarisme de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM), association de droit commun, en est l'atteste. Dans l'affaire LVMH / Hermès, cinquante deux personnes physiques apparentées à la famille du fondateur d'Hermès décident de transférer une partie de leurs actions Hermès à un holding qui dépasse alors le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la société. Dans sa décision du 7 janvier 2011<sup>76</sup>, l'AMF octroie une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre public suite au franchissement du seuil de

---

<sup>74</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales 2011, n°66680.

<sup>75</sup> TC Paris, 3 décembre 2003, JCP éd. E 2004, 71, note A. Viandier.

<sup>76</sup> Décision AMF du 7 janvier 2011, D&I n°211C0024

30% du capital, au titre du reclassement de titres entre personnes appartenant au même groupe (RGAMF. Art. 234-9 7°). L'ADAM conteste cette décision et exerce un recours devant la Cour d'appel de Paris. Dans un arrêt du 15 septembre 2011, la cour d'appel valide la dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition. L'ADAM se réserve la possibilité de se pourvoir en cassation.

De manière générale, ces associations d'actionnaires jouent un rôle essentiel en informant leurs membres, en les aidant à préparer un contentieux ou en organisant le vote des minoritaires aux assemblées. En outre, il est possible d'imaginer que les actionnaires salariés décident de se mobiliser et de se fédérer au sein d'associations spécifiques<sup>77</sup>.

Puis, les minoritaires n'hésitent pas à recourir à des professionnels chargés de les assister et de les représenter à l'occasion des assemblées générales<sup>78</sup>. Il s'agit des *proxy advisers* ou sociétés de conseil de vote tel que la société Proxinvest, dirigé par P-H Leroy. Leurs missions sont de faciliter l'actionnaire dans sa compréhension de l'information transmise par la société et des enjeux que soulèvent les résolutions devant être votées lors de l'Assemblée générale. Chaque année, la société de conseil de vote diffuse ses recommandations de politique de vote à destination des investisseurs.

Enfin, le réveil des actionnaires s'explique par un mouvement législatif tourné vers le renforcement des prérogatives des apporteurs de capitaux. L'enjeu est celui de l'attractivité de la place financière de Paris. Dans une économie mondialisée, il est nécessaire, pour attirer les investisseurs étrangers, d'améliorer l'information et la transparence des grandes sociétés. C'est pourquoi le législateur a entamé, depuis une dizaine d'années, un vaste programme de rénovation des droits des actionnaires.

Cette analyse du droit positif sera l'objet d'une seconde section. Il s'agira ainsi de comprendre en quoi les dispositions légales et réglementaires en France participent de la réaffirmation du rôle des actionnaires dans le jeu sociétaire.

---

<sup>77</sup> J-J Caussain, *Le gouvernement d'entreprise, le pouvoir rendu aux actionnaires*, 2005, éd. Litec, p. 130.

<sup>78</sup> A. Dallon et A. Tadros, *La catégorie des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés*, Bull. Joly Bourse, 1 septembre 2009, n°5, p. 406

## Section 2: La gouvernance fondée sur la promotion des actionnaires: un modèle en expansion

Ce modèle de gouvernance qui se dessine a pour objectif de replacer l'actionnaire au coeur du fonctionnement sociétaire. Il devient ainsi la traduction concrète du gouvernement d'entreprise qui place au coeur de sa réflexion la redéfinition des pouvoirs des dirigeants et des actionnaires. La réhabilitation de ces-derniers dans la gouvernance des sociétés cotées est fondée sur le principe essentiel de transparence (I) et sur le renforcement indispensable de leurs droits d'expression (II). Ces deux éléments seront analysés successivement.

### I- La réhabilitation des actionnaires fondée sur le principe de transparence

L'élargissement des prérogatives d'information est une première composante du principe de transparence. En effet, l'information est considérée comme la "pierre angulaire" d'un système de gouvernement d'entreprise<sup>79</sup>. Elle joue une place déterminante dans la prise de décision d'investissement (A). Aussi le principe de transparence innerve le droit boursier dont les dispositifs permettent en grande partie de renforcer l'égalité des actionnaires et la protection des minoritaires dans les sociétés cotées (B).

#### A/ Le renforcement du droit d'information des actionnaires dans les sociétés cotées

L'investisseur ne peut prendre une bonne décision que s'il est le destinataire d'une information complète et de qualité. Il doit être pleinement éclairé pour prendre une décision d'investissement en toute connaissance de cause. En outre, la transmission de cette information est une condition *sine qua non* d'une participation accrue et active de l'actionnaire au sein de l'assemblée générale. C'est la condition d'une participation effective aux décisions collectives c'est à dire utile aux discussions et aux débats<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> A. Couret, *Les nouvelles formes d'actionariat dans l'organisation des pouvoirs de l'entreprise*, Colloque, Corporate governance, G.P, 11 décembre 2003, p. 3480 et s.

<sup>80</sup> A. Ducros, *Renforcement des pouvoirs des actionnaires*, Journal des sociétés, n°63, Mars 2009.

D'ailleurs le principe est posé par le code de commerce qui dispose que tout associé doit être en mesure *“de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement informé sur la gestion et la marche des affaires de la société”*<sup>81</sup>.

Aussi, tout actionnaire doit être le créancier de cette information quel que soit son niveau de participation dans le capital. Or, il existe une asymétrie de situation entre les actionnaires minoritaires et majoritaires. Ces derniers entretiennent en effet des liens privilégiés avec les dirigeants et ont accès à des informations dont ne disposent pas les autres apporteurs de capitaux. L'objectif est donc bien de corriger cette asymétrie par la promotion d'un égal accès à l'information<sup>82</sup>.

Il faut rappeler brièvement le fondement de cette obligation d'information pesant sur la société et sur ses représentants légaux. Il apparaît dans le code civil et plus précisément dans le régime du mandat. En effet, les actionnaires ou mandants confient leurs pouvoirs à des mandataires sociaux. Ces derniers sont tenus d'agir dans l'intérêt de leurs mandants et doivent rendre compte de leur gestion. Le droit d'information participe pleinement de cette logique<sup>83</sup>.

L'évolution de la législation va donc le sens de l'extensions des prérogatives d'information des actionnaires. Deux voies ont été suivies: d'abord, un accroissement de la quantité d'informations à destination de tous les actionnaires (1°), ensuite, leur amélioration qualitative (2°).

#### 1° L'accroissement de la quantité d'information

Des mesures ont été prises par le législateur pour accroître le volume d'informations dont l'actionnaire a besoin pour participer activement à la vie sociale conformément à l'article L. 225-108 (cf supra). Il convient donc de procéder à une description, la plus exhaustive possible, de cette information.

---

<sup>81</sup> C. com. Art. L.225-108 al. 1.

<sup>82</sup> A. Ducros, Renforcement des pouvoirs des actionnaires, Journal des sociétés, n°63, mars 2009

<sup>83</sup> F. Deboissy, L'essentiel des réformes: le renforcement de la démocratie actionnariale, Petites affiches, 2 aout 2007, n°154, p.13.

Il est possible de distinguer deux grandes masses d'informations: celle qui se rattache au droit de communication préalable de l'actionnaire, avant la tenue de toute assemblée générale. C'est donc l'information qui est en relation directe avec elle. Puis celle qui intègre le droit d'information permanent des investisseurs. C'est l'information qui est valable et accessible en permanence.

Tout d'abord, les articles R. 225-81, R. 225-83, R. 225-88, R. 225-89, R. 225-91 et R. 225-94 du code de commerce définissent les droits d'information dont disposent les actionnaires avant chaque assemblée générale. A compter de la convocation de l'assemblée et jusqu'au cinquième jour avant la réunion, tout actionnaire, propriétaire de titres nominatifs ou au porteurs<sup>84</sup>, qui justifie de sa qualité, peut demander à la société de lui envoyer une série de documents et de renseignements (Art. R. 225-81).

De plus, préalablement à la tenue de l'assemblée générale annuelle, la société doit transmettre à l'actionnaire qui le demande de nombreuses informations. Précisément, sont communiqués tous les documents qui doivent être annexés à une formule de procuration (l'ordre du jour, le textes de projets de résolutions présentés, l'exposé de la situation de la société pendant l'exercice écoulé, etc.). Sont également transmis les renseignements sur les dirigeants, le rapport de gestion qui sera soumis à l'assemblée, les comptes annuels voire les comptes consolidés, un tableau des affectations des résultats ou encore le dernier bilan social accompagné de l'avis du comité d'entreprise (C. travail. Art. L. 2323-73).

Ainsi, le législateur est intervenu à plusieurs reprises pour accroître l'information des actionnaires en obligeant la direction à porter à leur connaissance les éléments qui n'étaient pas antérieurement diffusés dans le cercle des apporteurs de capital. Précisément, ce droit d'information renforcé résulte de la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (ci-après, la "loi NRE"), de la loi de sécurité financière du 1er août 2003 (ci-après, la "loi LSF") mais également la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (ci après la "loi DDAC").

Dans les sociétés cotées, le rapport de gestion doit être complété par le rapport du président sur les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ainsi que des procédures de contrôle interne et de gestion des risques (C. com. Art. L. 225-37 al. 6) et le rapport du commissaire

---

<sup>84</sup> C.com. R. 225-88 al. 2 ajouté par l'article 37 du décret n°2006-1566 du 11 novembre 1966.

aux comptes sur celui-ci. Doit être également transmis une série d'informations relatives à la rémunération des dirigeants (cf infra) et le rapport sur les conséquences sociales et environnementales de son activité. L'ordonnance du 24 juin 2004<sup>85</sup> prévoit qu'il doit contenir le tableau récapitulatif des délégations de compétence et de pouvoirs.

En outre, dans les sociétés cotées, l'ensemble de ces informations et documents sont rassemblés dans le document de référence de la société<sup>86</sup>.

Le code de commerce, conformément au droit de l'Union<sup>87</sup>, prévoit que la documentation légale relative à l'assemblée peut être adressée, sous certaines conditions, par voie électronique à l'adresse indiquée par les actionnaires nominatifs ou au porteur, qui en font la demande (Art. R. 225-88). L'objectif de ces dispositions est d'améliorer la diffusion rapide et non discriminatoire de l'information des sociétés cotées auprès des actionnaires.

Au siège social de la société ensuite, l'actionnaire est en droit de consulter, à compter de la convocation et pendant une délai d'au moins quinze jours, l'ensemble des documents susvisés ainsi que les documents faisant l'objet du droit de communication permanent (cf infra). Mais l'actionnaire peut également prendre connaissance d'autres informations tel que la liste des actionnaires (Art. L. 225-116), la copie du montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées (Art. L.225-115 4°) ou encore avoir connaissance de l'inventaire (Art. R. 225-89 al. 4). La loi DDAC leur permet de consulter le code de gouvernement d'entreprise auquel le rapport de gestion fait référence (Art. L. 225-37).

Le droit d'information permanent consiste, pour tout actionnaire, à prendre connaissance des documents qui ont été tenus à disposition de ces-derniers avant chaque assemblée des trois derniers exercices ainsi que les procès-verbaux dédites assemblées et les feuilles de présence<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières.

<sup>86</sup> Le document de référence de la société cotée est en principe accessible sur le site de l'AMF

<sup>87</sup> Directive n°2007/36/CE, 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droit des actionnaires de sociétés cotées.

<sup>88</sup> C. Com. Art. L. 225-117 al. 8



En outre et brièvement, la cotation fait peser sur ces sociétés une obligation d'information financière très contraignante. Le respect de cette obligation doit être le gage d'égalité, de confiance des investisseurs et d'efficience des marchés. La transposition de la directive transparence<sup>89</sup> en droit français permet ainsi de simplifier grandement l'accès des investisseurs à l'information sur la sociétés cotée dans laquelle ils investissent. Le règlement général de l'AMF exige que cette information soit exacte, précise et sincère<sup>90</sup>. La société est tenue d'une part par une obligation d'information périodique. Celle-ci consiste à communiquer des rapports financiers annuels, semestriels et trimestriels. Elle est tenue, d'autre part, par une obligation d'information permanente afin de porter à la connaissance du public toute information privilégiée. Celle-ci est définie comme *“une information précise qui n'a pas été rendu publique, qui concerne directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés”*<sup>91</sup>.

Ainsi donc, depuis une dizaine d'année, le législateur a complété la liste des documents devant être transmis aux actionnaires qui l'exigent. Dans les sociétés cotées, le rapport de gestion est devenu une véritable manne d'informations au profit des actionnaires. Or, *“l'augmentation de la quantité de l'information n'est pas un gage de la qualité de celle-ci”* comme le souligne F. Deboissy. C'est pourquoi le législateur s'est attaché à promouvoir la qualité de l'information.

## 2° L'amélioration de la qualité de l'information transmise

Les réformes législatives successives permettent aux actionnaires de devenir les destinataires d'une informations plus précise, de meilleure qualité et au contenu plus détaillé.

Cette transparence leur permet ainsi d'exercer un contrôle efficace sur un certain nombre d'opérations de gestion. Notons par exemple, l'extension du champ des conventions réglementées, la publicité des opérations sur titres détenus par les dirigeants. Les conditions de préparation et

---

<sup>89</sup> Directive 2004/109/CE relative à l'harmonisation des conditions de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs sont admis en négociation sur les marchés réglementés.

<sup>90</sup> RGAMF, Art. 223-1.

<sup>91</sup> RGAMF, Art. 621-1. Pour plus de précisions: P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, Joly édition. p. 173.

d'organisation des travaux du conseil ou le statut des dirigeants (rémunérations) sont autant de domaines où l'information a nettement gagné en qualité<sup>92</sup>.

Cette prise en compte de l'exigence de qualité sera mis en lumière à travers l'étude de deux exemples.

La rémunération des mandataires sociaux d'abord. Actualité brûlante et source de débats passionnés dans la société française, la rémunération des managers est l'objet d'une intense activité législative. Le Parlement a en effet accru la transparence des montants et des mécanismes de détermination des rémunérations. C'est la loi NRE qui pose, à la charge des dirigeants, un principe général de transparence de leur rémunération. Le champ de cette obligation est limité aux seuls sociétés cotées et à leurs filiales. Ainsi, depuis 2001 et pour chaque exercice social, la loi exige que le rapport de gestion rende compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés à chaque mandataire social<sup>93</sup>. Aussi, la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie<sup>94</sup> soumet au régime des conventions réglementées les engagements pris par la société cotée d'accorder des rémunérations, indemnités ou avantages à un dirigeant à l'occasion de la cessation ou du changement de fonction. La loi Breton renforce également l'information des actionnaires puisque le même rapport doit désormais décrire, en les distinguant, les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages. Il doit enfin contenir les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Le commissaire aux comptes doit par ailleurs en attester l'exactitude et la sincérité.

La loi du 30 décembre 2006<sup>95</sup> modifie le régime applicable aux stocks-options et aux attributions d'actions gratuites aux dirigeants. Le conseil d'administration doit désormais interdire aux dirigeants de lever leurs options avant la cessation de leurs fonctions ou leur imposer de conserver au nominatif jusqu'à la cessation des fonctions tout ou partie des actions issues des options déjà

---

<sup>92</sup> A. Ducros, Renforcement des pouvoirs des actionnaires, *Journal des sociétés*, n°63, mars 2009.

<sup>93</sup> C. com. Art. L. 225-102-1.

<sup>94</sup> Loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (ou loi Breton).

<sup>95</sup> Loi n°2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié.

exercées. L'option retenue doit figurer dans le rapport de gestion pour être portée à la connaissance des apporteurs de capitaux<sup>96</sup>.

Enfin, la loi du 21 août 2007<sup>97</sup> modifie les conditions d'octroi des rémunérations différés aux mandataires sociaux. Désormais leur octroi est subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société. L'assemblée générale doit ainsi se prononcer pour chaque bénéficiaire par une résolution spécifique sur les rémunérations différées des mandataires<sup>98</sup>.

En conclusion, cette communication très importante portant sur les rémunérations des dirigeants présente un intérêt non négligeable. Elle permet de comparer la rétribution et la performance de chaque manager. Dans les sociétés cotées, cela peut conduire les actionnaires de référence (les investisseurs institutionnels notamment) à menacer de se désengager si les disproportions sont trop grandes. L'exercice de l'action sociale ut singuli, notamment par les associations n'est plus à exclure<sup>99</sup>.

Le second exemple significatif est celui du champ des conventions réglementées. Afin de prévenir les conflits d'intérêt, la loi NRE offre aux actionnaires une plus grande transparence sur les conventions réglementées conclues entre la société et certaines personnes dites "intéressées". Le postulat est le suivant: les dirigeants sont en mesure, par leurs prérogatives et leur rang, de causer des dommages à la société ou, plus subtilement, d'imposer à celle-ci des obligations de nature contractuelles favorables pour eux mais pas pour elle<sup>100</sup>. Autrement dit, il s'agit de soumettre toute convention susceptible de porter atteinte à l'intégrité du patrimoine social à une procédure d'autorisation préalable par le conseil d'administration et de contrôle a posteriori par l'AG qui statue au vu d'un rapport spécial établi par le CAC.

---

<sup>96</sup> C. com. L. 225-185.

<sup>97</sup> Loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (dit loi TEPA).

<sup>98</sup> Entretiens de l'AMF: *L'activisme actionnarial*, 2007, p. 28.

<sup>99</sup> Bull. Joly Société, *La protection des intérêts minoritaires dans la loi relative aux nouvelles régulations économiques*, 1 juillet 2001, n°7, p. 728.

<sup>100</sup> Manuel: *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec. p. 286.

Or le champ de la procédure des conventions réglementées est très large. Elle s'applique à toute convention intervenant entre la société et les personnes visées à l'article L. 225-38 du code de commerce. Sont visés le directeur général, l'un des directeurs généraux délégués, l'un des administrateurs (y compris le président), l'un des actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10% ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce. Aussi, l'autorisation préalable s'étend aux conventions intervenant directement ou par personne interposée, à celles auxquelles l'une des personnes susvisées est indirectement intéressée<sup>101</sup> et enfin à celles passées entre la société et une entreprise dans laquelle le dirigeant a des intérêts, qu'il en soit propriétaire, associé indéfiniment responsable ou dirigeant.

Enfin, l'article 225-38 ne s'applique qu'il s'agit d'une convention, c'est à dire d'un accord de volonté créant, modifiant ou éteignant un rapport de droit. Il y a en effet ici aucune raison de limiter le champ de la procédure aux seuls conventions créatrices d'obligations, c'est à dire aux contrats. Toute convention doit nécessairement être soumise à ladite procédure. En outre, la convention s'applique quelle qu'en soit la forme. La cour de cassation a ainsi décidé d'étendre la procédure aux conventions orales<sup>102</sup>.

En conclusion, Une information dense et de qualité est le vecteur d'une implication active et utile de l'actionnaire dans le jeu sociétaire. C'est le moyen pour lui de faire valoir ses intérêts et de contrôler efficacement l'action de la direction. Le droit d'information, au fil des réformes, est devenu la pierre angulaire de la démocratie actionnariale. Aussi, des dispositifs de droit boursier sont animés par le principe de transparence.

## B/ Le principe de transparence au coeur du droit boursier

Le principe de transparence est un des piliers du droit boursier. Ses dispositions facilitent l'identification de la composition du capital de la société. Ils permettent *in fine* de détecter la montée en puissance d'un actionnaire. Autrement dit, on s'intéresse ici à la transparence et à l'information qui doit exister entre les actionnaires eux mêmes. Ils pourront ainsi définir leurs

---

<sup>101</sup> Pour un exemple: TC. Paris, 20 juin 2006: cession de participations par une SA à deux fondations néerlandaises dans lesquelles le président de la société cédante est soit président, soit administrateur.

<sup>102</sup> Cass. com. 27 février 2001, Bull. Joly 2002, p. 614, note J-J Daigre.

stratégies en ayant connaissance des équilibres de pouvoirs au sein l'assemblée générale et les mouvements de titres susceptibles de les modifier<sup>103</sup>.

Il s'agit d'abord des règles en matière de franchissement de seuils, instauré en 1985 afin de prévenir les prises de contrôle rampantes. La publication des franchissements de seuil permet ainsi une information sur les prises de participations significatives. Concrètement, tout actionnaire qui franchit, à la hausse ou à la baisse l'un des onze seuils de participation (de 5% à 95%) doit informer la société et l'AMF du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'il détient<sup>104</sup>. La sanction de privation partielle des droits de vote au-delà du seuil non déclaré est automatique. En outre, le juge peut décider de la suspension des droits de vote portant sur la totalité des actions détenus par l'actionnaire défaillant (C. Com. Art. L. 233-14). Une sanction pécuniaire peut être décidée par l'AMF.

Puis, le franchissement des seuils de 10%, 15%, 20% et 25% génère l'obligation de déclarer ses intentions à l'AMF et à la société (C. Com. Art. L233-7). Cette déclaration précise notamment si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage de poursuivre l'acquisition de titres et de prendre le contrôle de la société, sa stratégie vis à vis d'elle ou encore ses intentions en matière de désignation d'administrateurs.

De même, dans la foulée des mouvements intervenus sur le cours de l'action Danone en 2005, un amendement a été présenté pour obliger toute personne qui prépare une offre publique à déclarer ses intentions. C'est ainsi que le législateur a institué une procédure anti-rumeur<sup>105</sup>, calquée sur le modèle de la procédure "*put up*" or "*shut up*" du "*Take over code*" adopté par le régulateur britannique.

C'est ainsi que chaque actionnaire peut prétendre à une information précise des mouvements affectant la structure de l'actionnariat. Ces dispositifs présentent plusieurs intérêts pour les actionnaires. C'est d'abord la possibilité pour certains d'agir de concert pour bloquer la prise de contrôle par un autre (cf l'affaire LVMH / Hermès). Ces actionnaires pourront notamment organiser leurs relations dans le cadre d'un pacte d'actionnaires. Pour les petits porteurs, c'est la faculté

---

<sup>103</sup> Entretien de l'AMF: *L'activisme actionnarial*, 2007, p. 30.

<sup>104</sup> C. Com. Art. L. 233-7 I.

<sup>105</sup> CMF. Art. L. 433-1 IV

d'exiger d'un actionnaire ayant dépassé certains seuils<sup>106</sup> qu'il dépose une offre publique obligatoire. C'est pour eux un moyen de sortir du capital à un prix avantageux alors que leur participation devenait illiquide.

Ils pourront également, si plusieurs conditions sont réunies, recourir aux procédures de retrait prévues par le règlement général de l'AMF<sup>107</sup>.

## II- La réhabilitation des actionnaires par le renforcement de leurs droits d'expression

On demande désormais aux actionnaires d'utiliser leur "voice" au sein la société. Le droit d'information n'est pas une finalité. C'est l'outil indispensable pour qu'ils exercent un contrôle effectif sur la gestion des dirigeants et pour qu'ils soient entendus. A n'en pas douter, le législateur les encourage pleinement. Les conditions d'accès et de participation aux assemblées générales ont été assouplies (A). Les actionnaires ont aujourd'hui les moyens d'une intervention forte dans la vie sociale (B).

### A/ L'assouplissement des conditions d'accès et de participation aux assemblées générales

La première mesure est celle de la suppression de toute barrière statutaire d'accès aux assemblées<sup>108</sup>.

Avant 2001, les statuts de la société pouvaient en effet conditionner la participation de l'actionnaire à la détention d'un nombre minimal d'actions. Or une telle disposition est contraire à l'article 1844 alinéa 1 du code civil qui dispose que "*tout associé a le droit de participer aux décisions collectives*". Le juge a érigé cette disposition en une prérogative d'ordre public qui ne peut être supprimée par les statuts<sup>109</sup>. Le droit de participer aux décisions collectives implique le droit d'être convoqué aux assemblées et d'y faire entendre sa voix.

---

<sup>106</sup> seuils énumérés aux art. 234-2 et 234-5 du RGAMF

<sup>107</sup> CMF. Art. L. 433-4; RGAMF. Art. 236-1 et s.

<sup>108</sup> Abrogation de l'art. L. 225-112 par la loi NRE

<sup>109</sup> Cass. com. 9 février 1999: Bull. joly 1999, p. 566.

A titre illustratif, dans le contentieux relatif au démembrement des actions, la cour de cassation considère que si les statuts peuvent priver le nu-proprétaire de son droit de vote (au profit de l'usufruitier), ils ne peuvent déroger à son droit de participer aux décisions collectives<sup>110</sup>. Tout clause statutaire contraire à l'article 1844 al. 1 est ainsi déclarée nulle.

Cette abrogation permet donc de renforcer les droits des actionnaires au premiers rang desquels les minoritaires dont l'accès aux assemblées pouvait autrefois être limité.

En outre, certains auteurs relativisent cette mesure estimant qu'elle relève plutôt de la "symbolique". En effet, selon eux, la restriction au droit d'accès à l'assemblée était strictement encadrée et s'appliquait surtout dans les sociétés cotées où l'actionnariat était diffus. En conséquence, elle n'a pas pour effet de modifier la répartition du pouvoir de décision, sinon d'augmenter les coûts liés à la présence d'actionnaires ultra-minoritaires<sup>111</sup>.

De surcroît, la suppression de la restriction susvisée a permis de généraliser le système de la date d'enregistrement (la "*record date*") à compter du 1er janvier 2007<sup>112</sup>. Ce système a remplacé le dispositif de l'immobilisation des titres. Le groupe de travail présidé par Y. Mansion a critiqué ce dispositif ancien qui était un frein à l'expression des actionnaires, surtout non résidents<sup>113</sup>.

Ainsi, selon l'article R. 225-85-I du code de commerce, un actionnaire peut participer à l'assemblée par l'enregistrement comptable des titres en son nom ou au nom de l'intermédiaire inscrit pour son compte (en application de l'article L. 228-1 7°), au troisième jour ouvré précédant l'assemblée. Ses titres sont enregistrés dans les comptes de titres nominatifs tenus par la société ou dans les comptes de titres au porteur tenus par l'intermédiaire habilité.

---

<sup>110</sup> Cass. Com. 4 janvier 1994, JCP E 1994, I, 363, n°4; Cass. com. 22 février 2005: D. 2005, somm. p. 1430.: "*Les statuts peuvent déroger à la règle selon laquelle si une part est grevée d'un usufruit le droit de vote appartient au nu-proprétaire, à condition qu'il ne soit pas dérogé au droit du nu-proprétaire de participer aux décisions collectives*".

<sup>111</sup> Bull. Joly Sociétés, La protection des actionnaires minoritaires dans la loi relative aux nouvelles régulations économiques, 1 juillet 2001, n°7, p. 728.

<sup>112</sup> Décret n°2006-1566 du 11 décembre 2006.

<sup>113</sup> Rapport du groupe de travail présidé par Y. Mansion "*Pour l'amélioration de l'exercice du droit de vote des actionnaires en France*", in Rev. Mensuelle de l'AMF, 17 septembre 2005.

Cette disposition est conforme aux recommandations du rapport Mansion (cf supra) qui souhaitait que cette date soit “*aussi proche que possible de la date de l’assemblée afin d’éviter que les actionnaires admis à voter n’aient plus cette qualité au jour de l’assemblée*”. Elle permet ainsi de résoudre les difficultés liées à la cession des actions à l’approche de la tenue de l’assemblée générale.

Ensuite, le législateur entend favoriser l’exercice direct par les actionnaires de leurs pouvoirs sans avoir à être physiquement présents, et ainsi pallier à l’absentéisme chronique caractéristique des assemblées.

C’est ainsi qu’il ouvre la possibilité aux sociétés de recourir aux nouvelles technologies de communication pour leurs assemblées en permettant aux actionnaires d’y participer par visioconférence ou par des moyens de télécommunication<sup>114</sup>. Les statuts doivent le permettre. Aussi, le terme “moyen de télécommunication” est large. Cependant, il n’inclut que des moyens offrant des garanties suffisantes, notamment en matière d’identification des actionnaires. Le téléphone ou la télécopie sont donc à exclure. C’est bien le vote électronique qui est visé par le législateur. En outre, si la société décide de recourir à des moyens électroniques de télécommunication, elle doit ouvrir un site internet dédié et sécurisé à cet usage<sup>115</sup>. Hélas, l’usage du vote électronique peine à s’imposer au sein des sociétés cotées français (cf infra).

L’ordonnance du 9 décembre 2010<sup>116</sup> modifie les dispositions relatives à la représentation des actionnaires.

Précédemment, un actionnaire ne pouvait se faire représenter que par un autre actionnaire ou par son conjoint. Si la procuration était donnée sans indication du mandataire, le président de l’assemblée le représentait et devait émettre un vote favorable à l’adoption des projets de résolution présentés par le conseil d’administration et un vote défavorable à l’adoption de tous les autres<sup>117</sup>.

---

<sup>114</sup> C.com. Art. L. 225-107 II, inséré par la loi NRE

<sup>115</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales 2011, n°47460.

<sup>116</sup> Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007,

<sup>117</sup> Ancien c. com. art. L. 225-106



Or, la directive du 11 juillet 2007 relative au renforcement de la participation effective des actionnaires des sociétés cotées aux assemblées interdit aux Etats de limiter le choix des personnes habilitées à voter au nom des actionnaires. Cependant, le rapport du groupe de travail présidé par Y. Mansion (cf supra) s'y refuse pour défendre le principe selon lequel l'accès aux assemblées doit être réservé aux seuls actionnaires. Le rapport se fonde, pour justifier le *statu quo*, sur la qualité et l'intégrité des débats au sein de l'assemblée et sur l'affectio societatis<sup>118</sup>.

Finalement, le compromis est trouvé par cette ordonnance de 2010 qui élargit le champ de la représentation au profit des seuls sociétés cotées<sup>119</sup>. Dans ces sociétés, la représentation d'un actionnaire est désormais ouverte à toute personne physique ou morale de son choix<sup>120</sup>.

Surtout, elle dote le mandat de représentation d'une réglementation spécifique. D'abord, le mandat doit être écrit et communiqué à la société, de même que sa révocation (C. com. Art. L. 225-106 II). Puis, plusieurs obligations sont mises à la charge du mandataire. Il doit donner à l'actionnaire qu'il représente toute information relative aux situations de conflit d'intérêt. L'information doit être donnée lors de la conclusion du mandat. En outre, le conjoint ou le partenaire pacsé sont exclus du champ d'application de ces dispositions. De plus, le représentant est tenu par une obligation de rendre publique sa politique de vote lorsqu'il procède à une sollicitation active de mandats (C. com. Art. L. 225-106-2). Le mandataire a également la possibilité de rendre publique ses intentions de vote sur les projets de résolution présentés à l'assemblée. Il est alors tenu de voter conformément aux intentions de vote rendues publiques<sup>121</sup>. Enfin, des sanctions sont prévues en cas de non respect desdites obligations. Notamment, le Tribunal de commerce pourra décider de le priver du droit de participer en qualité de mandataire à toute assemblée de la société concernée pour une durée maximale de trois ans<sup>122</sup>.

---

<sup>118</sup> A. Ducros, Renforcement des pouvoirs des actionnaires, Journal des sociétés, n°63 mars 2009.

<sup>119</sup> Le principe de restriction est donc maintenu pour les sociétés non cotées. Dans celles-ci, le champ du mandat est uniquement étendu au partenaire d'un PACS.

<sup>120</sup> C. Blondeau, *Le droit de participation aux décisions collectives renforcé pour les actionnaires de SA et de SCA*, Option Finance, 14 février 2011, n°1112.

<sup>121</sup> B. Dondéro, Droit des marchés financiers, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°6, 9 février 2012.

<sup>122</sup> C. com. Art. L. 225-106-3.

En conclusion, les actionnaires des sociétés cotées sont pleinement incités à participer aux assemblées générales. Lieu de la rencontre entre les actionnaires, propriétaires de l'entreprise et la direction chargée de sa gestion, l'assemblée générale a vocation à devenir le théâtre du débat, de la transparence, de la contestabilité et de la reddition des comptes. Aussi, l'actionnaire a désormais tous les moyens pour intervenir efficacement dans la vie sociale.

## B/ L'intervention accrue des actionnaires dans la vie sociale

L'implication des actionnaires dans la gestion des affaires sociales se concrétise d'abord par le droit de poser des questions écrites.

Tout actionnaire est en effet autorisé, quelque soit le montant de sa participation, à poser des questions écrites auxquelles le conseil d'administration ou le directoire est tenu de répondre au cours de l'assemblée<sup>123</sup>. A l'origine, les questions pouvaient être transmises à compter de la date de convocation jusqu'au dernier moment, c'est à dire juste avant l'assemblée. C'est pour éviter les abus que les questions doivent désormais être adressées au plus tard le quatrième jour ouvré précédent la date de l'assemblée<sup>124</sup>. La nécessité de fixer un délai de prévenance avait été soulevée par le rapport Mansion en 2005. L'objectif évident est bien de permettre aux organes de gestion de préparer des réponses argumentées et pertinentes, pour le bénéfice de tous. Aussi, la directive du 11 juillet 2007 vient parfaire l'efficacité du dispositif en précisant que les questions posées devront nécessairement avoir un lien avec les points inscrits à l'ordre du jour de l'assemblée. Ce lien obligatoire entre les questions des actionnaires et l'ordre du jour doivent améliorer la qualité des débats. Il s'agit de mettre fin aux situations dans lesquelles les dirigeants étaient tenus de répondre à des questions sans rapport avec les thèmes de l'assemblée.

L'article L. 225-232 du code de commerce offre la faculté aux actionnaires (ou aux associations répondant aux conditions fixées par l'article L.225-120) de poser deux fois par exercice des questions écrites aux dirigeants de la société sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation. Les dirigeants doivent répondre dans un délai d'un mois et adresser une copie de

---

<sup>123</sup> C. com. Art. L. 225-108 al. 3

<sup>124</sup> Article 34 du décret n°2006-1566 du 11 novembre 2006 créant un article R. 225-84 du code de commerce pour l'application de l'article pré-cité.

leurs réponses aux commissaires aux comptes. Précisons que ces droits ne pourront être exercés que par un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5% du capital social.

De surcroît, les actionnaires peuvent mettre en oeuvre la procédure de l'expertise de gestion prévue à l'article L. 225-131 du code de commerce. Plus précisément, un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 5% du capital social, soit individuellement, soit se regroupant sous quelle que forme que ce soit et, dans les sociétés cotées les associations d'actionnaires, peuvent poser par écrit au président du conseil d'administration des questions sur une ou plusieurs opérations de gestion de la société. A défaut de réponse dans un délai d'un mois ou à défaut de communication d'éléments de réponse satisfaisants, ils peuvent demander en référé la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur lesdites opérations litigieuses. La demande de désignation d'un expert est également ouverte au comité d'entreprise, à l'AMF et au ministère public dans les sociétés cotées<sup>125</sup>.

La procédure de l'expertise de gestion a été profondément rénovée par la loi NRE. D'une part, elle introduit une phase préalable de dialogue générée par la question écrite. Cette décomposition du dispositif en deux étapes confère un caractère subsidiaire à l'expertise de gestion. Cette disposition rompt par conséquent très nettement avec la jurisprudence de la cour de cassation<sup>126</sup>. D'autre part, l'expertise peut être étendue à des opérations de gestion accomplies par des filiales. Cette innovation contredit également la jurisprudence de la cour de cassation. En effet, la cour considère classiquement que l'actionnaire d'une société mère n'a pas qualité pour réclamer une expertise sur une opération de gestion réalisée par une filiale faute d'être actionnaire de celle-ci<sup>127</sup>. On prend en compte le groupe de société au bénéfice des actionnaires minoritaires. Ils ont désormais les moyens d'obtenir des renseignements sur des opérations de gestion que la société mère fait accomplir par ses filiales. L'utilisation de l'expertise dans le cadre du groupe intensifie donc les droits d'information et d'initiative des actionnaires minoritaires<sup>128</sup>.

Brièvement, pour obtenir la désignation d'un expert, deux conditions doivent être réunies. L'expertise doit porter sur une ou plusieurs expertises de gestion. Autrement dit, la procédure ne

---

<sup>125</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales 2011, n°53000.

<sup>126</sup> Cass. com. 21 octobre 1997: Bull. Joly Sociétés, 1998, p. 30. § 7.;

<sup>127</sup> Cass. com. 14 décembre 1993: Bull. Joly Sociétés, 1994, p. 189 § 45 et p. 147, § 34.

<sup>128</sup> Bull. Joly Sociétés, La protection des actionnaires minoritaires dans la loi relative aux nouvelles régulations économiques, 1 juillet 2001, n°7, p. 728.

doit pas être détournée afin de procéder à un audit c'est à dire un contrôle d'ensemble de la gestion de la société. De plus, l'expertise doit porter sur une opération de gestion. La cour de cassation fait prévaloir un critère organique: la décision de gestion désigne celles qui prises par les organes de gestion à l'exclusion des décisions adoptées par les assemblées. Le juge considère en effet pour ces dernières que les minoritaires sont en mesure de s'informer et d'exercer leur droit de critique à l'occasion du vote <sup>129</sup>.

A défaut de pouvoir obtenir la désignation d'un expert, il est possible de recourir à l'expertise *in futurum* sur le fondement de l'article 145 du code de procédure civile<sup>130</sup>. Les actionnaires pourront ainsi obtenir du président du Tribunal de commerce la désignation d'un expert afin de se ménager des éléments de preuve susceptibles d'être utiles à la solution d'un litige à venir<sup>131</sup>.

Ensuite, l'action constitue une valeur que l'actionnaire doit pouvoir conserver. D'où l'existence de prérogatives conservatoires dont les conditions d'exercice ont été assouplies. Le renforcement du droit d'initiative des actionnaires s'exprime ici par une ouverture plus large des actions soumises à une condition de participation minimale dans le capital. En effet, la loi NRE prévoit désormais que les actionnaires justifiant d'une participation égale à 5% du capital pourront exercer lesdites prérogatives. Cette ouverture se réalise donc par un abaissement du seuil de 10 à 5%. Elle a pour effet de faciliter le déclenchement de ces actions par une augmentation du nombre d'actionnaires bénéficiaires.

Plus précisément, les actionnaires ont la faculté de demander en justice la récusation ou le relèvement des commissaires aux comptes (C. com. art. L. 225-230 et L. 225-233), la désignation d'un mandataire de justice chargé de convoquer l'assemblée générale (C. com. art. L. 225-133) ou encore l'application du régime de la liquidation légale en cas de dissolution d'une société par actions.

---

<sup>129</sup> Manuel, Droit des sociétés, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec, p. 198.

<sup>130</sup> CPC. Art. 145: S'il existe un motif légitime de conserver ou d'établir avant tout procès la preuve des faits dont pourrait dépendre la solution d'un litige, les mesures d'instruction légalement admissibles peuvent être ordonnées à la demande de tout intéressé, sur requête ou sur référé".

<sup>131</sup> Cass. com.16 avril 1991, RJDA 7/91 n°600.

Ce nouveau seuil sera plus aisé à atteindre pour les actionnaires minoritaires, surtout s'ils se regroupent au sein d'une association. Ils se voient ainsi doter de moyens de contestation et de contrôle plus accessibles favorisant l'adoption d'un comportement d'actionnaires actifs<sup>132</sup>.

Aussi l'ordonnance du 9 décembre 2010 (cf supra) permet désormais aux actionnaires détenant au moins 5% du capital de requérir l'inscription à l'ordre du jour de projets de résolution ainsi que des "points" ne donnant pas lieu à résolution<sup>133</sup>. Leur inscription doit être motivée (C. com. art. R. 225-71 al.7). La liste de ces "points" doit figurer dans les documents informatifs adressés aux actionnaires (C. com. art. R. 225-83 al. 4) et être jointe aux formules de procuration qui leur sont adressées (C. com. art. R. 225-81 al.3)<sup>134</sup>.

De plus, il convient d'indiquer que les actionnaires depuis la loi NRE disposent, au lieu et place d'actions pénales, de la faculté de demander au président du Tribunal de commerce statuant en référé, d'enjoindre sous astreinte les dirigeants de leur communiquer les informations qui devaient être mises à leur disposition, soit de désigner un mandataire chargé de procéder à cette communication<sup>135</sup>. L'établissement de cette procédure d'injonction de faire permet ainsi aux actionnaires de faire valoir plus efficacement leur droit d'accès aux documents sociaux.

Pour finir, il est un domaine spécifique où le législateur organise l'effacement des organes de direction au profit du droit d'expression de l'assemblée générale des actionnaires. Il a en effet posé le principe de la compétence exclusive de l'assemblée générale en période d'offre publique d'acquisition. Le corollaire étant le principe de passivité des organes de direction. Plus précisément, l'article 9 de la directive OPA rend l'assemblée générale des actionnaires souveraine pour décider du sort des mesures de défense en période d'offre public. Les organes de direction "*doivent obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre*"<sup>136</sup>. Par exemple, seuls les actionnaires pourront décider d'émettre des bons breton afin d'accroître le nombre de titres en circulation et rendre ainsi plus

---

<sup>132</sup> Bull. Joly Sociétés, La protection des actionnaires minoritaires dans la loi relative aux nouvelles régulations économiques, 1 juillet 2001, n°7, p. 728.

<sup>133</sup> C. com. art. L. 225-105, al. 2

<sup>134</sup> 41 C. Blondeau, Le droit de participation aux décisions collectives renforcé pour les actionnaires de SA et de SCA, Option Finance, 14 février 2011, n°1112.

<sup>135</sup> C. com. Art. L. 238-1.

<sup>136</sup> C. com. Art. L. 223-32.

difficile la prise de contrôle de la cible par l'initiateur de l'offre<sup>137</sup>. Il est également concevable que les actionnaires décident de ne pas s'opposer à l'opération, parce qu'ils y ont intérêt (proposition du rachat de leurs titres à un prix avantageux, etc.).

L'analyse du droit applicable en matière d'offre publique permet de se convaincre définitivement que les actionnaires sont désormais placés au coeur du fonctionnement sociétaire. Leur marginalisation au profit des managers professionnels seuls maîtres à bord appartient au passé. Les actionnaires sont désormais les destinataires d'une information complète et précise et ont une capacité d'expression nettement renforcée. Ils doivent donc être en mesure de remplir leur mission de contrôle de l'équipe managériale et de les sanctionner en cas de mauvaise gestion.

## Partie 2: La rénovation non achevée de la place des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées

Ces vingt dernières années se caractérisent par une véritable affirmation des actionnaires dans le paysage sociétaire. Les managers, qualifiés autrefois de "nouveaux princes<sup>138</sup>" doivent désormais composer avec eux. Mais ce mouvement n'est pas achevé. La réticence encore palpable des épargnants à investir dans l'appareil productif en est une illustration. Des réflexions doivent encore être encouragées et des réformes menées pour améliorer la gouvernance des sociétés cotées (Section 2). Mais il s'agit au préalable de s'attarder sur les carences du système de gouvernement actuel. Après ces années de profonde mutation, il faut de relever les obstacles à l'intervention des actionnaires dans la gestion des affaires sociales (Section 1).

---

<sup>137</sup> Par exemple, l'émission de bons de souscription d'actions par Arcelor a été un des moyens envisagés par cette dernière pour faire échouer l'offre non sollicitée de Mittalsteel (Cas Arcelor/Mittalsteel, 2006)

<sup>138</sup> V. Magnier, *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise, Pour une meilleur protection de l'intérêt social*, 6 juillet 2010, éd. Lextenso

## Section 1: Les obstacles à l'intervention des actionnaires dans la gouvernance des sociétés cotées

Se pose le problème crucial de l'exigence de responsabilité des acteurs impliqués dans la gouvernance des sociétés cotées (II). Il faut souligner aussi les cantonnements multiples qui limitent l'exercice par les actionnaires de leurs prérogatives (I).

### I- Les cantonnements à l'exercice des prérogatives des actionnaires

Ces cantonnements se manifestent dans l'exercice des prérogatives individuelles et collectives des actionnaires. Si les premières ont été incontestablement renforcées, elles comptent quelques limitations, quand elles ne sont pas purement et simplement supprimées (A). D'autre part, l'exercice collectif des prérogatives dans le cadre de l'assemblée générale voire dans le cadre associatif est restreint (B).

#### A/ Les cantonnements des prérogatives individuelles des actionnaires

Le premier cantonnement est à trouver dans l'article 1833 du code civil. Cet article dispose que *“toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés”*. Les prérogatives dévolues aux actionnaires sont donc finalisées puisqu'elles doivent être exercées dans l'intérêt commun de l'ensemble des actionnaires. Cet intérêt commun fonde, selon l'article 1833 du code civil, la constitution de la société. C'est la norme fondamentale à laquelle chacun accepte de s'assujettir. Comme le citoyen qui souscrit au contrat social, l'actionnaire qui adhère aux statuts accepte de perdre une partie de son autonomie pour être tenu à cet intérêt supérieur. Règle déontologique ou impératif de conduite, l'intérêt commun est cette boussole qui indique la marche à suivre<sup>139</sup>.

Toujours sur le plan théorique, l'intérêt commun tel qu'il est énoncé à l'article 1833 procède d'une conception contractuelle de l'intérêt social. C'est l'intérêt des associés c'est à dire celui des parties à

---

<sup>139</sup> F. Deboissy, L'essentiel des réformes: le renforcement de la démocratie actionnariale, Petites affiches, 2 aout 2007, n°154, p.13.

un acte juridique. L'intérêt social est donc celui de chacun des associés, identique pour tous, tel qu'il est énoncé dans le contrat de société.

Mais en quoi consiste concrètement cet intérêt commun à tous les actionnaires? Selon une définition négative, l'intérêt commun ne saurait être assimilé aux intérêts personnels et égoïstes des associés. En effet, il renvoie à un intérêt supérieur qui transcende ces intérêts particuliers. Positivement maintenant, il peut se définir par référence à la cause du contrat de société. Plus précisément, il consiste dans l'enrichissement de l'ensemble des parties contractantes par la réalisation de l'objet social (art. 1832 du code civil)<sup>140</sup>. En effet, dans une société cotée, ce qui fédère le plus les actionnaires, majoritaires ou minoritaires, individuels ou institutionnels, actifs ou abstentionnistes, est cette quête de la rentabilité de leurs investissements. L'investisseur rationnel est en effet celui qui cherche à maximiser son placement. Même l'actionnaire de long terme (par exemple l'Etat) place cet objectif au coeur de sa prise de décision.

Puis, les incidences en pratique sont loin d'être négligeables. En effet, de nombreuses décisions jurisprudentielles ont sanctionné l'exercice, par un actionnaire, d'une prérogative sociale dans un but autre que la poursuite de l'intérêt commun. C'est ainsi que des associés seront sanctionnés pour leur intention de nuire, leur désir d'entraver la bonne marche des affaires sociales ou encore pour la satisfaction d'un intérêt purement personnel.

Ces propos sont parfaitement illustrés par la jurisprudence rendue en matière d'abus de droit de vote. En outre, l'abus renvoie à l'idée, conformément à la théorie civiliste de l'abus, de l'utilisation d'un droit à des fins étrangères à sa finalité et qui porte préjudice à autrui<sup>141</sup>.

D'une part, le juge sanctionne l'actionnaire majoritaire qui s'est rendu coupable d'un abus de majorité. L'abus est caractérisé lorsque la décision ne s'explique que par un intérêt égoïste contraire à l'intérêt social et qui aboutit à sacrifier les intérêts légitimes des minoritaires. Pour reprendre la formule employée par la cour de cassation, l'abus de majorité est caractérisé lorsque "*la résolution litigieuse a été prise contrairement à l'intérêt général et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de ceux de la minorité*"<sup>142</sup>. Les majoritaires sont alors

---

<sup>140</sup> Manuel: *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec. p. 185.

<sup>141</sup> B. Fages, *Droit des obligations*, éd. L.J.D.J., n°386, p. 370.

<sup>142</sup> Cass. com. 18 avril 1961: JCP 1961, 12164.



condamnés à indemniser les minoritaires en réparation du préjudice subi<sup>143</sup>. Le juge n'hésite pas à prononcer la nullité de la décision abusive<sup>144</sup>.

D'autre part, les actionnaires minoritaires peuvent également se rendre coupables d'un abus dans l'exercice de leur droit de vote. C'est l'hypothèse où ils disposent d'une minorité de blocage au sein de l'assemblée. Ils peuvent être en mesure de s'opposer à une décision modificative des statuts, laquelle doit être prise à une majorité renforcée<sup>145</sup>. De même, lorsque la décision doit être adoptée à l'unanimité<sup>146</sup>, chaque associé dispose de fait d'un droit de veto<sup>147</sup>. Selon la cour de cassation, un minoritaire se rend coupable d'abus si son attitude est contraire à l'intérêt général de la société en ce qu'il aurait interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci, dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de l'ensemble des autres associés<sup>148</sup>. Pour caractériser l'abus, il convient donc de prouver cet élément subjectif qu'est l'attitude égoïste des minoritaires. Ces-déniers ont rompu la communauté d'intérêt qui doit exister entre tous les associés en vertu de l'article 1833 du code civil<sup>149</sup>.

Le juge est souvent confronté à la difficile conciliation entre l'exigence de l'intérêt social et le principe de souveraineté de l'assemblée générale. C'est par exemple le cas en droit des procédures collectives. C'est l'hypothèse où le plan, de sauvegarde ou de redressement, arrêté par le tribunal prévoit l'engagement pris par les associés de voter une augmentation de capital. Ne participant pas à l'élaboration du plan, les actionnaires ne peuvent se voir imposer des engagements qu'ils n'auraient pas librement souscrits à l'occasion de sa préparation<sup>150</sup>. Or, les difficultés surgissent lorsque certains actionnaires refusent, a posteriori, de voter l'augmentation de capital. Dans cette

---

<sup>143</sup> Cass. Com. 6 juin 1990: Bull. civ., IV, n°171.

<sup>144</sup> Cass. com. 22 avril 1976, Rev. Sociétés, p. 479: Annulation d'une mise en réserve systématique de bénéfices; Cass. com. 13 novembre 2003 n°00-20-646: RJDA, 5/04, n°560

<sup>145</sup> Par exemple, les décisions portant sur la prorogation de la société arrivée à son terme ou encore l'augmentation de capital.

<sup>146</sup> Par exemple, la transformation de la société en société par action simplifiée ou encore le transfert du siège social à l'étranger.

<sup>147</sup> Manuel: *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec. p. 190.

<sup>148</sup> Cass. com. 31 mars 2009 n°08-11-860: RJDA 6/09 n°548.

<sup>149</sup> Cass. Com. 9 mars 1993: JCP E 1993, II, 448, dans l'arrêt Flandin, l'associé d'une SARL comment un abus de minorité en s'opposant à une augmentation de capital ayant pour objet de porter celui-ci au minimum légal et prenant le risque d'entraîner la dissolution de plein droit de la société.

<sup>150</sup> C. com. L. 626-10, al. 3.

situation, le juge s'est refusé de prononcer l'exécution forcée de leur engagement en se fondant sur le principe de non immixtion et de souveraineté de l'assemblée générale<sup>151</sup>. Cette décision a été très critiquée. Selon F-X Lucas, le juge était en droit de prononcer un jugement valant vote de l'augmentation de capital. En effet, les associés étaient liés par leur engagement pris dans le plan. Le juge prenait acte d'une décision déjà approuvée. Cet arrêt met en exergue les difficultés que rencontre le juge, en pratique, à concilier d'une part le respect de l'intérêt social en prononçant une décision valant vote et d'autre part, le principe essentiel de souveraineté de l'assemblée générale.

Le juge sanctionne aussi l'actionnaire coupable d'un abus du droit à l'information ou encore du droit de demander la nomination d'un expert de gestion<sup>152</sup>. L'actionnaire peut aussi abuser de son droit de poser des questions écrites. Il doit en effet respecter l'intérêt commun et s'interdire de poser des questions ayant déjà reçu une réponse ou qui mettent gravement en cause le secret des affaires. Cet abus engage par conséquent la responsabilité de l'auteur de la question. A titre illustratif, le juge a sanctionné un actionnaire qui avait pris l'habitude de poser des questions en assemblée, vingt en 2002 et cinquante et une en 2003, espérant par ce harcèlement obtenir une indemnisation à laquelle il estimait avoir droit. Cet actionnaire a été condamné au versement d'un euro de dommages et intérêts<sup>153</sup>.

Ensuite, l'actionnaire peut être confronté à la privation des ses prérogatives individuelles et notamment celle de son droit de vote. Hier, c'était la possibilité pour la société de limiter l'accès à l'assemblée aux seuls associés détenant une participation minimum. Aujourd'hui, c'est la faculté d'insérer une clause statutaire limitant le nombre de voix dont chaque associé dispose dans les assemblées<sup>154</sup>. Aussi, le législateur a reconnu la catégorie des actions de préférence "*avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature*"<sup>155</sup>. L'action de préférence peut donc être dépourvue, totalement ou partiellement, du droit de vote. Certes, le législateur a posé un garde-fou en décidant que ce type d'action ne pouvait représenter plus de la moitié du capital social. Il n'en demeure pas moins qu'elles soulèvent des interrogations notamment quant à leur valeur financière. En effet, le titulaire de ces actions est privé de tout pouvoir de décision. Il ne peut ni

---

<sup>151</sup> Cass. com. 15 janvier 1991, n°89-15.822, Bull. civ, IV, n°27.

<sup>152</sup> Cass. com. 12 janvier 1976, Rev. Sociétés 1976, p. 330n note Ph. Merle.

<sup>153</sup> T. com Paris, 11 mai 2004, JCP E, 2004, 1154, note A. Viandier.

<sup>154</sup> C. com. L. 225-125.

<sup>155</sup> C. com. L. 228-11.

influer sur la désignation ou la révocation des mandataires sociaux, ni peser sur la décision d'approbation des comptes de l'exercice et de l'affectation de résultats<sup>156</sup>. Or la valeur d'une action se mesure bien à l'aune du pouvoir politique qu'elle confère. C'est pourquoi un investisseur payera toujours plus cher des actions lui conférant le contrôle de la société. A la valeur nette comptable des titres acquis, vient s'ajouter nécessairement le versement d'une prime de contrôle.

Voici ce qu'écrivait B. Fages suite à la décision du 13 septembre 2011 rendue par la chambre commerciale de la cour de cassation<sup>157</sup>: *“(…) le bénéficiaire, par la rétractation du promettant, risque de se voir privé d'un bien aussi important, stratégique et irremplaçable que des parts sociales ou actions. La perte n'est pas alors simplement patrimoniale, elle est politique: elle ne peut être réparée par des dommages et intérêts puisque ceux-ci ne remplaceront jamais le pouvoir que le bénéficiaire espérait retirer de l'acquisition ou l'augmentation de sa participation au capital de la personne morale en cause”*<sup>158</sup>.

Se pose donc véritablement la question de la valeur de ces actions qui privent son titulaire du pouvoir qu'il aurait espéré exercer lors de l'assemblée si elles étaient pourvues de droits de vote.

Enfin, La cour de cassation a admis, en matière de démembrement de propriété des droits sociaux, que les statuts réservent le droit de vote au seul usufruitier (cf supra). Ce-dernier est alors le seul habilité à voter, sans faire de distinction entre les décisions modificatives des statuts et les autres<sup>159</sup>. Cette solution n'est pas sans poser de difficultés. L'usufruitier pourrait-il voter des décisions qui portent directement atteinte à la substance du titre telle que la décision conventionnelle de dissolution?. La juge ne s'est pas prononcé sur cette question. En vertu des règles du droit des biens, la suppression du droit de vote du nu propriétaire ne devrait pas être possible lorsque la substance de la chose est en cause (Civ. Art. 578). Il semblerait donc que le nu-propriétaire recouvre son droit de vote dans pareilles circonstances.

---

<sup>156</sup> F. Deboissy, L'essentiel des réformes: le renforcement de la démocratie actionnariale, Petites affiches, 2 aout 2007, n°154, p.13.

<sup>157</sup> Cass. com. 13 septembre 2011, n°10-19-526: La chambre commerciale refuse la formation forcée du contrat de cession d'actions en cas de rétractation du promettant avant la levée de l'option par le bénéficiaire d'une promesse unilatérale de vente.

<sup>158</sup> B. Fages, RTD civ. 2011, p. 758.

<sup>159</sup> Manuel: *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec. p. 165.

En conclusion, l'exercice des prérogatives individuelles des actionnaires est soumis au filtre de l'intérêt commun. Aussi, il n'est pas rare que l'associé se voit privé de certaines d'entre elles. Pour finir, on peut aussi s'interroger sur l'alourdissement considérable des informations devant figurer dans le rapport de gestion (cf supra). Sous l'effet des réformes successives, il est devenu un véritable "fourre-tout", notamment dans les sociétés cotées. Cette accumulation de l'information risque de créer une asymétrie de situation entre les actionnaires. Les investisseurs institutionnels disposent de toutes les compétences juridiques, financières et comptables pour analyser l'information. A l'inverse, les petits porteurs sont moins bien armés pour appréhender cette information technique. Or, la bonne compréhension de l'information conditionne en grande partie l'utilisation par les actionnaires de leurs prérogatives individuelles.

Il s'agit enfin de s'intéresser aux cantonnements de l'exercice collectif des prérogatives d'actionnaires.

## B/ Les cantonnements de l'exercice collectif des prérogatives d'actionnaires.

Le mouvement d'expansion des prérogatives collectives des apporteurs de capitaux n'est pas absolu. Un phénomène de limitation est à constater dans le cadre des assemblées et dans le cadre associatif.

Dans un premier temps, la souveraineté de l'assemblée générale est confrontée à la multiplication récente du jeu des délégations de pouvoirs.

Aujourd'hui en effet, un certain nombre de compétences pourtant essentielles ne sont plus des compétences réservées actionnaires. Il apparaît que des délégations aux dirigeants sont possibles. C'est par exemple le cas en matière d'augmentation de capital. Le principe est celui de la compétence exclusive de l'assemblée générale extraordinaire<sup>160</sup>. En effet, cette opération exige une modification des statuts. Or, l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>161</sup> permet désormais à l'assemblée de déléguer au conseil d'administration, non seulement le pouvoir de mettre en oeuvre une décision d'augmentation de capital, mais encore le pouvoir de décider du principe de celle-ci. Certes, cette

---

<sup>160</sup> C. com. Art. L. 225-120.

<sup>161</sup> Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières.

délégation doit être autorisée par l'assemblée générale. Les actionnaires acceptent donc expressément d'abandonner une fraction de leur souveraineté au profit de la direction. Cependant, dès lors que l'assemblée perd son pouvoir de décision, les actionnaires minoritaires se trouvent mécaniquement exclus de la prise de décision. Ils ne peuvent plus faire entendre leur voix et peser sur la décision finale<sup>162</sup>. Or les conséquences de cette opération ne sont pas neutres. Elles comportent notamment le risque d'une dilution de leurs participations dans le capital social. Aussi, des mesures visent à préserver les droits des actionnaires. Par exemple, l'assemblée fixe la durée (26 mois au plus) pendant laquelle la délégation peut être utilisée ainsi que le plafond global de l'augmentation<sup>163</sup>. Des mesures spéciales d'information permettant aux actionnaires d'exercer un contrôle sur l'opération elle-même et sur l'utilisation par les dirigeants de leur délégation <sup>164</sup>.

L'assemblée générale délègue aussi aux dirigeants le pouvoir de prendre des mesures de défense pour faire échouer une offre publique d'acquisition. Or, le principe de passivité des organes de direction doit s'appliquer pleinement en période d'offre. C'est pourquoi toute délégation antérieure à cette période et accordée en vue de prendre une mesure de défense est suspendue<sup>165</sup>. Les actionnaires recouvrent ainsi leur pleine souveraineté.

Ensuite, la place de l'assemblée générale dans le régime des stocks-options est très restreint. En effet, l'assemblée générale extraordinaire autorise systématiquement le conseil d'administration à déterminer l'identité des bénéficiaires, le nombre d'options revenant à chacun d'entre eux et enfin les conditions d'exercice des options<sup>166</sup>. L'assemblée fixe néanmoins le délai pendant lequel cette autorisation peut être utilisée par le conseil (38 mois au plus), les modalités de détermination du prix de souscription ou d'achat des actions ainsi que le délai pendant lequel les options peuvent être exercées. Le constat est identique en matière d'attribution d'actions.

Il en résulte que l'attribution des options (comme des titres) échappe au contrôle des actionnaires. Selon F. Deboissy, cette pratique de délégation systématique expliquerait les difficultés et les

---

<sup>162</sup> F. Deboissy, L'essentiel des réformes: le renforcement de la démocratie actionnariale, Petites affiches, 2 août 2007, n°154, p.13.

<sup>163</sup> C. com. Art. L. 225-129-2.

<sup>164</sup> C. com. Art. L. 225-129-5 et L. 225-100, al. 4.

<sup>165</sup> C. com. Art. L. 233-32, III, al. 1.

<sup>166</sup> C. com. Art L. 225-177 en matière de stock options.

polémiques que suscite ce moyen de rémunération des dirigeants<sup>167</sup>. Nonobstant l'information précise qui est désormais communiquée aux actionnaires via le rapport de gestion (cf supra), on peut s'interroger sur la nécessité d'une réforme qui placerait enfin l'assemblée au premier plan. Il n'est pas anormal que les actionnaires déterminent eux-mêmes quels dirigeants salariés méritent l'octroi d'options ou de titres gratuits au vue de leur performance et de la bonne gestion des affaires sociales.

Dans un second temps, on peut s'interroger sur le cantonnement de l'exercice collectif des prérogatives des actionnaires dans le cadre des associations. D'abord, le développement de leur activité, depuis une dizaine d'années, renforce incontestablement la place et l'influence des actionnaires, notamment minoritaires, dans le fonctionnement sociétaire. Ces associations sont le vecteur d'une gouvernance plus transparente et attachée au respect des intérêts des apporteurs de capitaux.

Cependant, pour écarter d'éventuelles dérives constatées aux Etats-Unis par exemple, il est possible de s'interroger, au stade de la recevabilité de l'action, sur la légitimité de l'intérêt à agir<sup>168</sup>. Ceci constituerait un moyen de moraliser l'exercice de l'action en justice sur le fondement de l'article 31 du code de procédure civile<sup>169</sup>.

Enfin, les associations d'actionnaires peuvent, si leurs statuts sont déposés à l'AMF, exercer certains droits des actionnaires et notamment l'action sociale ut singuli (cf supra). On ne peut qu'encourager son exercice par ces associations afin de purger les sociétés cotées de leurs dirigeants malhonnêtes. La mise en mouvement de ces actions en justice par ces-dernières suppose de résoudre les difficultés quant à la prise en charge du coût de l'action en justice et à l'attribution définitive de l'indemnisation obtenue<sup>170</sup>.

---

<sup>167</sup> F. Deboissy, L'essentiel des réformes: le renforcement de la démocratie actionnariale, Petites affiches, 2 aout 2007, n°154, p.13.

<sup>168</sup> V.G. Wicker, *La légitimité de l'intérêt à agir*, Mélanges Serra, 2006, p. 455 et s.

<sup>169</sup> CPC, Art. 31: L'action est ouverte à tous ceux qui ont un intérêt légitime au succès ou au rejet d'une prétention, sous réserve des cas dans lesquels la loi attribue le droit d'agir aux seules personnes qu'elle qualifie pour élever ou combattre une prétention, ou pour défendre un intérêt déterminé.

<sup>170</sup> F. Deboissy, L'essentiel des réformes: le renforcement de la démocratie actionnariale, Petites affiches, 2 aout 2007, n°154, p.13.

En conclusion, l'intervention de l'actionnaire dans la gouvernance des sociétés cotées demeure encadrée. Pour qu'il ne nuise pas à l'intérêt de tous, l'exercice de ses prérogatives individuelles passe par le filtre de l'intérêt social. Les restrictions faites à l'exercice des prérogatives collectives s'expliquent, pour partie, par l'exigence de rapidité et d'efficacité. Pour d'autres, la raison est l'émancipation non achevée de l'assemblée générale des actionnaires. Il convient maintenant de s'interroger sur la question essentielle de la responsabilisation des acteurs dans cette gouvernance des sociétés cotées.

## II- La nécessaire responsabilisation des acteurs de la gouvernance des sociétés cotées

L'associé qui prend l'initiative d'une action en responsabilité doit prouver que le dirigeant a commis une faute. Aussi, le dirigeant doit répondre des manquements aux dispositions légales ou réglementaires applicables à la société, de la violation des statuts (par exemple une clause limitative de pouvoirs) et enfin de leur faute de gestion. Le critère de la faute de gestion réside dans la notion d'intérêt social: sera jugé fautif le comportement du dirigeant non conforme à l'intérêt de la société<sup>171</sup>.

La situation actuelle se caractérise par une certaine impunité des managers (A). Aussi, le renforcement des pouvoirs des actionnaires obligent ces-derniers à assumer désormais leurs responsabilités (B).

### A/ L'engagement de la responsabilité personnelle des dirigeants: une voie laborieuse

Certaines actions en responsabilité visent à réparer le préjudice subi par la société elle-même. La réparation de ce préjudice social passe par l'exercice de l'action sociale ut universi et à titre subsidiaire de l'action sociale ut singuli. Si celle-ci est intentée par l'actionnaire lui-même, elle a pour finalité la réparation du préjudice social. Les dommages et intérêts seront donc directement attribués à la société et l'associé ne sera pas remboursé des frais de procédure personnellement engagés. C'est pourquoi, elles sont relativement rares en pratique.

---

<sup>171</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales 2011, n°13952.

Il s'agit de s'intéresser plus précisément à celles qui permettent à l'associé de demander la réparation d'un préjudice qu'il a personnellement subi. On parle alors d'actions individuelles.

Dans un premier temps, l'actionnaire peut agir en responsabilité directement contre le dirigeant social en exerçant l'action individuelle visée à l'article L. 225-252 du code de commerce. Le demandeur doit alors prouver que le préjudice qu'il a personnellement subi est distinct de celui subi par la société. Le préjudice individuel réparable est donc celui qui affecte directement le patrimoine de l'associé. Or, la jurisprudence interprète de façon restrictive cette notion de préjudice individuel. Dès lors que le préjudice affecte le patrimoine de la société, l'action individuelle devant le juge civil ou la constitution de partie civile devant le juge pénal (si la faute est constitutive d'une infraction pénale) n'est pas recevable<sup>172</sup>. La cour de cassation a ainsi considéré que la dépréciation de valeur des titres due à une mauvaise gestion du management ne caractérise pas un préjudice individuel distinct du préjudice social<sup>173</sup>. La demande en réparation doit en conséquence emprunter la voie de l'action sociale. Une solution identique a été rendue en cas de réduction de capital<sup>174</sup>.

En pratique, la notion de préjudice personnel se cantonne à l'hypothèse d'une méconnaissance par le dirigeant des droits propres de l'actionnaire. Par exemple, l'action individuelle a été admise lors que l'associé est systématiquement tenu à l'écart des assemblées générales, lorsque le dirigeant présente des comptes inexacts afin d'empêcher la distribution de dividendes ou encore lorsqu'il détourne les dividendes<sup>175</sup>. En matière de réduction de capital, ladite action est admise lorsque le dirigeant use de manœuvres afin d'imposer un coup d'accordéon avec une augmentation de capital réservée ou encore une réduction de capital inégalitaire dans le but d'évincer ou de réduire la participation des minoritaires<sup>176</sup>.

En définitive, l'interprétation restrictive de la notion de préjudice réparable de l'actionnaire conduit à une relative impunité du dirigeant fautif.

---

<sup>172</sup> Manuel: *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec. p. 140.

<sup>173</sup> Cass. com. 1er avril 1997; Cass. crim. 13 décembre 2000 n°99-80.387, RJDA, 5/01 n°593.

<sup>174</sup> Cass. com. 15 janvier 2002.

<sup>175</sup> Mémento Francis Lefebvre, *Sociétés commerciales 2011*, n°14200

<sup>176</sup> Cass. com. 8 novembre 2005, n°03-19679.



De surcroît, les fautes commises par le dirigeant et dont un actionnaire estime être victime peuvent s'inscrire dans le cadre des rapports externes à la société<sup>177</sup>. Plus précisément, les sociétés cotées sont tenues par une obligation lourde d'information financière à destination du public (cf supra). C'est la société qui est la débitrice principale de cette information bien que transmise par les dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions. En cas de manquement, c'est donc la société elle-même qui engage sa responsabilité. L'actionnaire, destinataire d'une fausse information, subit un préjudice dès lors qu'il adopte une position contraire à celle qu'il aurait prise s'il avait disposé d'une information exacte<sup>178</sup>. Toute information inexacte voire trompeuse ou encore non divulguée au public et aux actionnaires génère un préjudice que la société est tenue de réparer.

Pour engager la responsabilité personnelle du dirigeant, l'actionnaire devra prouver la faute détachable de ses fonctions. Il se trouve dans la même situation qu'un tiers. Plus précisément, il doit prouver que le dirigeant a commis "*intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales*"<sup>179</sup>. La preuve d'une telle faute est très difficile à apporter en pratique, provoquant une irresponsabilité de fait des dirigeants dans les relations externes.

C'est pourquoi il est préférable pour l'actionnaire d'agir sur le terrain pénal. Dès lors que la faute du dirigeant peut constituer une infraction pénale, il a en effet intérêt à demander réparation de son préjudice devant le juge pénal, lequel n'exige pas la preuve d'une faute détachable des fonctions<sup>180</sup>.

En définitive, le droit positif applicable en la matière conduit de fait à une certaine impunité des dirigeants.

Dans un second temps, les associations peuvent jouer un rôle essentiel lorsque plusieurs investisseurs subissent des préjudices individuels ayant une origine commune. Cependant,

---

<sup>177</sup> <sup>177</sup> A. Bougrine, *Les sanctions de la corporate governance*, Journal des Sociétés, n°63 mars 2009, p. 48.

<sup>178</sup> CA. Paris, 26 septembre 2003, *Flammarion*, n°01-21.885.

<sup>179</sup> Cass. com. 20 mai 2003.

<sup>180</sup> T. correct. Paris, 12 septembre 2006, Affaire "Sidel": Réparation du préjudice de *la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives étaient manifestement surévaluées* (surévaluation résultant du délit de présentation de faux bilan et de diffusion d'informations trompeuses).

l'exercice des actions en représentation conjointe présente, là encore, de nombreuses insuffisances<sup>181</sup>.

D'une part, les associations d'actionnaires peuvent, si leurs statuts sont déposés à l'AMF, exercer certains droits des actionnaires et notamment l'action sociale ut singuli (cf supra). Cependant, elles ne peuvent en tout état de cause agir en réparation d'un préjudice individuel subi par un actionnaire<sup>182</sup>. A fortiori, elles ne sont pas compétentes pour exercer une action en représentation conjointe aux fins d'indemnisation de plusieurs actionnaires victimes de préjudices identiques.

D'autre part, les associations d'investisseurs peuvent agir pour la défense d'intérêts individuels d'investisseurs adhérents ou non à l'association<sup>183</sup>. Elles peuvent ainsi exercer une action de représentation conjointe. Depuis la loi NRE, cette possibilité est donnée aux associations non agréées. Cependant, son exercice reste subordonné à l'existence d'un mandat écrit et spécial donné par au moins deux investisseurs. En outre, seules les associations agréées peuvent recourir à la publicité pour recueillir des mandats de la part des investisseurs par voie d'appel public télévisé ou radiophonique, par voie d'affichage, de tract ou de lettre personnalisée<sup>184</sup>. D'ailleurs, Ces frais de démarchage demeurent à la charge de l'association.

Il résulte de ce qui précède que la défense collectives des préjudices individuels des actionnaires par l'action de représentation conjointe ne paraît aujourd'hui pas satisfaisante.

En outre, l'article L.225-252 du code de commerce autorise les actionnaires, victimes d'un préjudice individuel provenant de mêmes faits, à se regrouper pour faire valoir leurs droits. Un actionnaire est mandaté par les autres pour agir devant le juge civil, sous réserve de respecter les conditions prévues à l'article. R. 225-167<sup>185</sup>. Ces dispositions peuvent permettre de contourner l'obstacle procédural que constitue le montant des frais de procédure.

---

<sup>181</sup> A. Bougrine, *Les sanctions de la corporate governance*, Journal des Sociétés, n°63 mars 2009, p. 50.

<sup>182</sup> A. Bougrine, *Les sanctions de la corporate governance*, Journal des Sociétés, n°63 mars 2009, p. 50.

<sup>183</sup> C. com. L. 452-2, al. 1

<sup>184</sup> C. com. L. 452-2, al. 2.

<sup>185</sup> Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales 2011, n°14210.

En conclusion, la gouvernance des sociétés cotées souffre encore d'une trop grande irresponsabilité des managers. Il est aujourd'hui étonnamment complexe et laborieux pour un actionnaire d'être indemnisé du fait d'un préjudice direct et individuel qu'il a subi. C'est, à n'en pas douter, un domaine qu'il convient de réformer en profondeur afin d'améliorer l'attractivité de la place. Les réformes à venir devront trouver cet équilibre entre la facilitation des poursuites par les actionnaires contre les dirigeants sociaux et le risque de procédures abusives entravant leur action.

## B/ La responsabilité des actionnaires: un enjeu crucial

Les actionnaires n'ont jamais détenu autant de pouvoirs entre leurs mains. Les réformes qui se sont succédées depuis une dizaine d'année ont renforcé de manière significative leurs prérogatives d'information et leurs possibilités d'intervention dans la vie sociale.

L'efficacité du système dépend désormais d'une application responsable de leurs pouvoirs<sup>186</sup>. Ils doivent pleinement s'approprier leurs prérogatives et les mettre en oeuvre afin de contrôler de manière effective le mode de gestion de la société et décider du maintien ou non des dirigeants. L'information complète et précise dont ils sont désormais destinataires doit leur permettre de jouer un rôle actif, utile et responsable au sein des assemblées générales. Par leur présence, par les débats, par la contestabilité, les actionnaires pourront faire infléchir la politique menée par les dirigeants. L'allègement des conditions d'accès et de participation aux AG doit inciter tous les actionnaires à se déplacer pour faire entendre leur voix.

Qu'en est-il en pratique? Le rapport annuel de la société en conseil de vote Proxinvest relatif aux assemblées générales des sociétés cotées <sup>187</sup>donne un certain nombre d'indications.

D'abord, s'agissant de la participation, un double phénomène est constaté. D'une part, une progression constante du taux de participation des actionnaires aux assemblées. Ainsi en 2011, le taux de participation en nombre d'actions progresse de 61,7% à 64,2% dans les sociétés du CAC 40. Depuis plusieurs années, les chiffres de la participation ne cessent de progresser. En effet, depuis 2004, la participation a augmenté de 17,23% en actions et de 10,3% en voix. A chaque

---

<sup>186</sup> Ph. Marini, *La modernisation du droit des sociétés*, éd. La documentation française, 1996.

<sup>187</sup> Rapport: Les assemblées générales des sociétés cotées françaises, Saison 2011, Proxinvest.

nouvelle saison, de nouveaux actionnaires se mobilisent donc. En 2011, la plus forte participation est enregistrée par les sociétés Technip et Essilor avec respectivement une hausse de 24% et de 33% du nombre d'actionnaires. Les sociétés telles que Danone, LVMH, Michelin ou encore Saint Gobain enregistrent également une hausse de la participation de leurs actionnaires.

D'autre part, la participation des petits porteurs tend encore à reculer dans les mêmes sociétés du CAC 40. Le nombre de ces porteurs qui se sont déplacés pour voter à l'assemblée a baissé de 6% en 2011. Pour vingt neuf sociétés du CAC 40, en moyenne, quelques 16309 petits porteurs ont participé aux l'assemblée contre 17327 en 2008.

Ensuite, la France se caractérise par un niveau de contestation très élevé. Chaque année, le conseil d'administration soumet au vote un grand nombre de résolutions qui sont fortement contestées voire rejetées par les actionnaires. En effet, le taux moyen de contestation des résolutions proposées est parmi les plus élevés d'Europe même s'il faut constater un recul en 2011. Le nombre de résolutions rejetées diminue de 64 à 44 en 2011. Ce recul est expliqué par l'éphémère reprise de l'économie et les bons résultats communiqués en début d'année 2011. En outre, selon Proxinvest, un lien existe entre le recul de la participation des petits porteurs aux assemblées et la plus grande facilité pour le conseil à voir passer certaines résolutions.

Enfin, il faut noter un recul de l'activisme actionnarial qui se traduit par le dépôt de résolutions externes (*proxy fights*). Le nombre de résolutions externes a fortement diminué en 2011. Seulement 12 ont été déposées dans huit sociétés contre 24 en 2010.

En conclusion, l'intervention accrue des actionnaires dans les assemblées générales depuis quelques années est très encourageante. Des efforts doivent encore être réalisés pour que la gouvernance des sociétés cotées organise un véritable équilibre des pouvoirs. Les apporteurs de capitaux prennent conscience que leurs intérêts sont mieux pris en compte s'ils participent activement aux décisions collectives. Malheureusement, le désengagement des petits porteurs pose des difficultés. Selon Proxinvest, la mise en place du vote électronique par les sociétés cotées sera le moyen de favoriser leur retour dans la vie sociale.

## Section 2: Le modèle de gouvernance des sociétés cotées en quête d'amélioration.

Le renforcement de l'attractivité des sociétés cotées françaises est au coeur de la réflexion menée par les acteurs de la place (I). Tous ces débats, colloques, articles et rapports mettent en exergue l'existence d'un certain nombre de sujets non encore tranchés (II).

### I- L'attractivité des sociétés cotées au coeur de la réflexion contemporaine

Praticiens, associations, régulateur, institutions de l'Union Européenne sont tous mobilisés pour promouvoir leurs réflexions sur les améliorations de la gouvernance des sociétés cotées. Un double objectif est poursuivi: le renforcement de l'implication des actionnaires dans la vie sociale (A) et la nécessaire promotion d'un actionnariat de long terme (B). Ces deux aspects essentiels de la réflexion contemporaine seront analysés successivement.

#### A/ Les réflexions sur le renforcement du rôle des actionnaires dans la vie sociale

Deux rapports ont été publiés récemment et alimentent la réflexion sur ce point.

L'Autorité des Marchés Financiers publie le 7 février 2012, après huit mois de travail, un rapport relatif aux assemblées générales d'actionnaires dans les sociétés cotées<sup>188</sup>. Le régulateur y soumet trente quatre axes d'amélioration. Certaines propositions concernent le dialogue entre les actionnaires et la sociétés. L'AMF prône un dialogue permanent en amont et en aval de l'assemblée<sup>189</sup>. Il traite de l'inscription de nouveaux points à l'ordre du jour<sup>190</sup>, de la rédaction des projets de résolution, de la diffusion des réponses aux questions écrites, du vote électronique ou encore de l'organisation des débats en assemblée<sup>191</sup>. D'autres propositions s'intéressent à

---

<sup>188</sup> Rapport de l'AMF sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées, présidé par le O. Poupert-Lafarge, 7 février 2012.

<sup>189</sup> Proposition n°1 du rapport

<sup>190</sup> Proposition n°3 du rapport

<sup>191</sup> ANSA, *Rapport du groupe de travail réuni à l'AMF sur le fonctionnement des assemblées générales*, Février 2012.

l'expression du vote. Le groupe propose notamment l'introduction d'une troisième voix d'expression pour l'actionnaire par la reconnaissance en droit français d'une véritable abstention distincte des votes "contre" et "pour". En droit positif en effet, l'abstention est actuellement équivalente à un vote contre<sup>192</sup>. Au delà des difficultés techniques d'une telle réforme, cette proposition ne fait pas l'unanimité. Elle est défendue par l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) pour qui cette réforme assurerait une plus grande clarté des votes. En revanche, elle est critiquée par certains actionnaires, notamment institutionnels, qui estiment que l'abstention est plus neutre que le vote contre<sup>193</sup>. De même, le président de Proxinvest, P-H Leroy y est fermement opposé. Selon lui, cette reconnaissance constituerait "un vrai déni de responsabilité"<sup>194</sup>. Enfin l'AMF encourage d'une part le droit de vote des actionnaires étrangers en les sensibilisant notamment à l'inscription au nominatif de leurs titres, et d'autre part, le vote de tous les actionnaires par le développement du vote électronique.

Le second rapport est celui publié par l'Association de la Gestion Financière (AGF) en janvier 2012<sup>195</sup>. L'AGF fait un certain nombre de propositions en matière d'information des actionnaires, ou encore de vote aux assemblées. A titre illustratif, le principe "une action, une voix" est réaffirmé. C'est pourquoi il préconise l'interdiction des actions sans droit de vote et à droit de vote double. En outre, il est favorable à une généralisation du vote électronique. Aussi, il propose que les gestionnaires d'actifs (OPCVM) élaborent une politique de vote publiée sur leur site internet et intégrant les critères de vote des résolutions.

De plus, il est recommandé aux sociétés dont l'actionnariat est international, de renforcer l'information qu'ils mettent à disposition du public sur leur site internet après la tenue de l'AG. Cette mesure vise au premier chef les actionnaires étrangers qui ne peuvent se déplacer pour assister physiquement aux AG. A titre illustratif, la quasi totalité des grosses et moyennes capitalisation de la cote (bigcaps et midcaps) publient le résultat du vote des résolutions et les présentations

---

<sup>192</sup> C. com. Art. L. 225-107, al. 2.

<sup>193</sup> ANSA, *Rapport du groupe de travail réuni à l'AMF sur le fonctionnement des assemblées générales*, Février 2012.

<sup>194</sup> L'AGEFI, *Les propositions de l'AMF sur l'AG traduisent des dissensions*, 8 février 2012.

<sup>195</sup> Rapport de l'AGF, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, janvier 2012.

effectuées lors de l'AG. En revanche, moins d'un quart des bigcaps et très peu des midcaps publient les questions-réponses échangées au cours de l'assemblée<sup>196</sup>.

La mise en place d'un système vote par internet devient indispensable. L'expression des actionnaires, résidents et étrangers, serait nécessairement renforcée alors que le bulletin papier qui demeure la règle est une cause majeure de non-participation. En outre, cela représenterait des économies substantielles pour les sociétés. En effet, chaque envoi de formulaire de vote papier coûte sept à huit euros à l'émetteur et la plupart des actionnaires minoritaires ne le reçoivent pas<sup>197</sup>. Cependant, les sociétés cotées sont très réticentes à leur mise en place, avançant la faible fiabilité juridique des systèmes actuellement proposés. Ils craignent le risque de nullité de l'assemblée dans le cas d'un contentieux portant sur l'identité des actionnaires<sup>198</sup>. Proxinvest a mis en place sans succès le système "DirectVote" et demande à l'AMF de promouvoir un "vote gratuit, direct, confortable et sécurisé". Le système Votaccess, mis en place par Slib (éditeur de logiciel filiale de Natixis et de BNP Paribas) et opérationnelle depuis novembre 2011 pourrait convaincre davantage de sociétés<sup>199</sup>.

## B/ La promotion d'un actionnariat de long terme

" [Les entreprises] ont besoin d'investisseurs dans la durée, or la détention moyenne au sein du CAC 40 est inférieure à six mois". Tels sont les termes employés par H. Lachmann, président du conseil de surveillance de Schneider Electric lors du colloque organisé par l'université Paris I le 2 avril 2012<sup>200</sup>. A la question "*quels actionnaires pour les sociétés cotées*", les intervenants ont tous répondu en faveur d'actionnaires de long terme. En effet, l'entreprise a besoin de stabilité et d'investisseurs de long terme qui l'accompagnent dans le temps. Si l'actionnaire est en droit d'exiger une rentabilité de son investissement, celle-ci ne peut pas se construire sur un trimestre ou

---

<sup>196</sup> Rapport: *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, 9e édition, oct. 2011.

<sup>197</sup> AGEFI, *Les actionnaires vont pouvoir voter par internet*, 1 octobre 2010.

<sup>198</sup> A. Ducros, Le renforcement des pouvoirs des actionnaires, *Journal des Sociétés*, n°63 mars 2009, p. 43.

<sup>199</sup> AGEFI, *Le vote par internet aux assemblées générales avance à petit pas*, 19 décembre 2011; AGEFI, *Les actionnaires vont pouvoir voter par internet*, 1 octobre 2010.

<sup>200</sup> Colloque: *Quels actionnaires pour les sociétés cotées?*, organisé par le master 2 professionnel de droit des affaires et fiscalité de l'université Paris I-HEC, 2 avril 2012.

un semestre<sup>201</sup>. Selon la présidente de l'ADAM, C. Neuville, intervenant lors de ce colloque, les décisions doivent être prises par ceux qui supportent les risques; tel n'est pas le cas des actionnaires de court terme. Elle propose donc de distinguer les actionnaires de passage et ceux de long terme. Un actionnariat stable et fidèle est indispensable pour rapprocher les objectifs de l'entreprise de ceux des actionnaires, pour que naisse une relation stable entre l'entreprise et les agents qui financent son activité.

Le 5 avril 2011, la commission européenne a publié les résultats d'une consultation publique pour évaluer l'efficacité des principes de gouvernement d'entreprise. Un certain nombre de propositions ont été faites pour encourager le développement d'un actionnariat stable qui s'intéresse à la performance de long terme de l'entreprise. Il est notamment proposé d'encadrer certaines pratiques qui favorisent le court-termisme. Par exemple, la pratique du prêt de titres qui permet à l'emprunteur de voter dans le seul but d'influencer de façon ponctuel une assemblée générale, mais sans supporter les risques puisque les titres sont ensuite rétrocédés. La pratique de certains *hedge funds* (fonds spéculatifs) en période d'offre est également dénoncée. En effet, l'actionnariat de la société cible peut être confronté à une forte prise de participation à court terme réalisée par certains *hedge funds* et financée grâce à un endettement massif<sup>202</sup>.

L'AMF suggère de favoriser l'actionnariat salarié, les mesures relatives à l'octroi de dividendes majorés ou de droits de vote double aux actionnaires qui répondent aux exigences de long terme ou encore de renforcer la transparence des opérations de cessions temporaires de titres en période d'assemblée générale<sup>203</sup>.

Enfin, il s'agirait, sur le modèle anglais du "*stewardship code*", d'élaborer un code de bonne conduite destiné aux investisseurs institutionnels pour qu'ils ne privilégient pas la performance à court terme. Les gestionnaires devraient établir un rapport sur les investissements réalisés, communiquer leur politique de vote, la manière dont les votes sont exercés, rendre publique la politique de rémunération des gestionnaires d'actifs, etc<sup>204</sup>.

---

<sup>201</sup> H. Lachmann, *Les entreprises ont besoin d'actionnaires de long terme*, Les Echos, n°21069, 30 novembre 2011.

<sup>202</sup> ANSA, *Nouveau livre vert de la commission européenne sur le gouvernement d'entreprise*, n°11-042, juin 2011, p. 7.

<sup>203</sup> Benoit Lacourt, *Chronique de droit européen des sociétés*, Revue des sociétés, février 2012 n°2, p. 123

<sup>204</sup> ANSA, *Nouveau livre vert de la commission européenne sur le gouvernement d'entreprise*, n°11-042, juin 2011.



## II- les débats portés par la réflexion sur le gouvernement d'entreprise.

Nous retiendrons deux sujets pour lesquels les divergences sont grandes et le débat non tranché: l'introduction de l'action de groupe (A) et le maintien de l'autorisation des droits de vote double (B) en droit français.

### A/ La question de l'introduction de l'action de groupe en droit français.

D'abord, les débats portent sur l'introduction des actions de groupe sur le modèle des "*class actions*" américaines en droit français. Dans l'action collective, un demandeur peut représenter en justice un groupe de personnes sans avoir nécessairement reçu d'elles un mandat pour ce faire. Tous les membres du groupe sont représentés, même ceux qui gardent le silence. Sont exclus de la *class action* ceux qui manifestent expressément la volonté de ne pas être représentés (*opt out*). Il ne fait aucun doute que l'action de groupe renforcerait incontestablement les chances d'indemnisation des actionnaires. C. Neuville s'est ainsi montrée très favorable à leur introduction. Par exemple, dans le contexte de l'affaire Enron et du Sarbanes-Oxley Act, plus de 750 *class actions* ont été introduites en 2001 et 2002<sup>205</sup>.

Assurément, cette action collective présente un certain nombre d'avantages: finalité d'accès à la justice, mutualisation des frais de justice, minimisation du risque de décisions divergentes ou contradictoires et aussi responsabilisation accrue des dirigeants. La responsabilité personnelle de ces-derniers pourrait être plus facilement recherchée même si les conditions de leur mise en cause restent inchangées.

Certains risques liés à son introduction sont connus. Son instrumentalisation comme moyen de pression et son utilisation massive aux Etats Unis pourront être écartés en prévoyant des modalités d'exercice plus contraignantes<sup>206</sup>.

Mais les défenseurs de l'adage "*nul ne plaide par procureur*" font toujours de la résistance.

---

<sup>205</sup> J-J Caussain, *Le gouvernement d'entreprise, le pouvoir rendu aux actionnaires*, 2005, éd. Litec, p. 154.

<sup>206</sup> A. Bougrine, *Les sanctions de la corporate governance*, Journal des Sociétés, n°63 mars 2009, p. 51.

## B/ La question du maintien des droits de vote double en France

Un débat existe autour de l'opportunité de conserver les actions à droit de vote double en France. La France permet en effet aux sociétés d'accorder, sous certaines conditions, des droits de vote double à leurs actionnaires. En pratique, de nombreuses sociétés y recourent. C'est ainsi que 54% des bicaps et 70% des midcaps en accordent. C'est donc une pratique très ancrée dans la vie des sociétés françaises<sup>207</sup>.

En outre, l'article L. 225-123 du code de commerce conditionne l'octroi de ces droits de vote double. Le législateur exige la stipulation d'une clause statutaire, la nominativité et la libération des actions concernées et enfin la détention desdites actions depuis deux ans au moins par le même actionnaire.

Pour beaucoup, ce mécanisme assure la promotion d'un actionnariat stable et de long terme en permettant de récompenser la fidélité des actionnaires. Il est donc soutenu par de nombreux acteurs de la place tel l'AMF ou l'ADAM. Selon C. Bébéar, ancien président du conseil de surveillance d'Axa, c'est *“une prime de fidélité ayant pour objectif de favoriser les investisseurs dont l'implication à long terme sert les intérêts de la société, au détriment des spéculateurs, aux objectifs à court terme”*<sup>208</sup>.

Ils assurent aussi la société contre les risques d'OPA<sup>209</sup> en permettant de verrouiller le contrôle de la société au profit d'un groupe minoritaire ou d'actionnaires agissant de concert. Ceci explique aussi la pratique courante de l'octroi des droits de vote double au profit des salariés actionnaires. En effet, salariés comme dirigeants sont très réticents aux OPA hostiles car très souvent synonymes de réduction des premiers et de révocation des seconds. Les dirigeants n'hésitent donc pas à renforcer le droit de vote des salariés. A titre illustratif, la Société Générale, très lourdement fragilisée depuis

---

<sup>207</sup> Rapport: *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, 9e édition, oct. 2011.

<sup>208</sup> C. Bébéar, *Non à la suppression des actions à droit de vote double*, Les Echos, 23 février 2008.

<sup>209</sup> Manuel, *Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, éd. Litec. p. 318.

2008, résiste à toute OPA hostile grâce au soutien fort du personnel de la banque qui détient 7,2% du capital et 11,5% des droits de vote<sup>210</sup>.

D'autres s'y opposent. Par exemple l'AFG dans son dernier rapport (cf supra) réaffirme le principe "une action, une voix". Selon l'association, la pratique du droit de vote double peut permettre la prise de contrôle de la société par les actionnaires ayant une détention minoritaire et ainsi provoquer des abus (p. 10 dudit rapport). Elle permet le maintien des dirigeants et empêche les prises de contrôles externes. Les défenseurs de cette position souhaitent favoriser davantage l'incitation financière des actionnaires fidèles en accordant des dividendes majorés supérieur à 10%. Ce seuil est en effet le plafond fixé en droit positif par l'article L. 232-15 du code de commerce<sup>211</sup>.

En conclusion cette étude met en relief la place renforcée des actionnaires dans le jeu sociétaire. La réflexion sur le gouvernement d'entreprise pose l'exigence d'une assemblée générale active composée d'actionnaires dotés de prérogatives renforcées. Le but étant de contrôler de façon effective la gestion des sociétés par les mandataires sociaux et de les sanctionner, le cas échéant. Cet objectif a été atteint. L'assemblée générale est devenue l'instance exerçant un véritable contre-pouvoir dans la société. Elle est le lieu des débats, de la contestabilité et les dirigeants semblent plus que jamais tenus par les exigences des actionnaires. Aussi, cette promotion des pouvoirs dévolus aux actionnaires est allée de pair avec celle d'un actionnariat stable, adhérant aux objectifs à long terme de la société. En effet, tous les acteurs souhaitent une véritable mutation du capitalisme. Le temps de la spéculation, du court termisme, de la dictature des marchés boursiers et du déni de responsabilité est dépassé. Emerge un capitalisme plus modéré où la création de richesse serait l'objectif commun de sociétés définissant une politique de long terme et d'actionnaires les accompagnant dans leur fonction de financement. Bien sûr, des améliorations doivent être apportées et des débats doivent désormais être tranchés en faveur d'une plus grande attractivité des sociétés cotées françaises. La concurrence européenne et mondiale impose d'adopter les meilleurs dispositifs pour encourager les agents à capacité de financement à investir en France, dans le capital des sociétés cotées françaises.

---

<sup>210</sup> M. Storck, *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?*, Bull. Joly Sociétés, 1 janvier 2009 n°1, p. 92.

<sup>211</sup> M. Storck, *Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?*, Bull. Joly Sociétés, 1 janvier 2009 n°1, p. 92.

## Bibliographie

### **Ouvrages:**

*La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt général*, V. Magnier, 6 juillet 2010, éd. Lextenso.

*Le gouvernement d'entreprise - le pouvoir rendu aux actionnaires*, J-J Caussain, 2005, éd. Litec.

*Droit des sociétés*, Cozian, Viandier, Deboissy, 22e édition, éd. Litec.

*Sociétés commerciales 2011*, Mémento Francis Lefebvre.

*Droits des obligations*, B. Fages, 3e édition, éd. LGDF.

*Le droit de la communication financière*, P. Clermontel, éd. Lextenso.

### **Articles:**

*La protection des actionnaires minoritaires dans la loi relative aux nouvelles régulations économiques*, Bulletin Joly Sociétés, 1 juillet 2001, n° 7, p. 728

*L'essentiel des réformes: Le renforcement de la démocratie actionnariale*, F. Deboissy, Petites affiches, 2 août 2007, n°154, p. 13.

*Les sanctions de la Corporate Governance*, A. Bougrine, N. Torribo, Journal des Sociétés, n°63 Mars 2009.

*Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?*, Bulletin Joly Sociétés, 1 janvier 2009, n°1, p. 92.

*Les véritables enjeux du débat sur le "gouvernement d'entreprise"*, Ph. Bissara, Revue des Sociétés, Janv.-Mars 1998.

*Origine et principes du gouvernement d'entreprise*, M. Vincent, A-L. Legout, Journal des sociétés, n°63, Mars 2009.

*Renforcement des pouvoirs des actionnaires*, A. Ducros, Journal des sociétés, n°63, Mars 2009.

*La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés*, A. Dallon, A. Tadros, Bulletin Joly Bourse, 1 septembre 2009, n°5, p. 406.

*Sociétés anonymes - Gouvernance des sociétés*, JurisClasseur Commercial, Fasc. 1350, cote: 03, 2010.

*Nouveau livre vert de la commission européenne sur le gouvernement d'entreprise*, ANSA, n°11-042, juin 2011.

*Gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées: publication des réponses apportées dans le cadre de la consultation publique*, B. Lacourt, *Revue Des Sociétés*, Février 2012, p. 123.

*Réformes récentes du droit des sociétés (1966 à 2011)*, Jurisclasseur Commercial, Fasc. 997, cote: 01, 2012.

*Directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*, B. Dondero, RTDF, n°4, 2007, p. 90.

*La "corporate governance des PME": un oxymore apparent*, I. Beynex, S. Hebert, *La semaine juridique, Entreprise et Affaires*, n°43-44, 27 octobre 2011.

*Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise*, B. Fages, *Bulletin Joly Sociétés*, 1 avril 2009, n°4, p. 428

*Eclairage. Gouvernance d'entreprise et rémunération à l'aune de la nouvelle régulation financière américaine*, *Bulletin Joly Sociétés*, 1 septembre 2010, n°5, p. 376.

*Proxinvest réclame un vote annuel sur la rémunération des dirigeants*, B. de Roulhac, *L'AGEFI*, 15 février 2012.

*Les actionnaires vont pouvoir voter par internet*, F. Garrouste, *L'AGEFI*, 1 octobre 2009.

*Le vote par internet aux assemblées générales avancent à petit pas*, B. de Roulhac, *L'AGEFI*, 19 décembre 2011.

*Le droit de participation aux décisions collectives renforcé pour les actionnaires de SA et de SCA*, C. Blondeau, *Option Finance*, n° 1112, 14 février 2011.

Les propositions de l'AMF sur les AG traduisent des dissensions, B. de Roulhac, *L'AGEFI*, 8 février 2012.

*Rapport du groupe de travail réuni à l'AMF sur le fonctionnement des assemblées générales*, ANSA, n°12-009, Février 2012.

*Les investisseurs ont besoin d'investisseurs de long terme*, B. de Roulhac, *L'AGEFI*, 6 avril 2012.

Les entreprises ont besoin d'actionnaires de long terme, H. Lachmann, *Les Echos*, n°21069, 30 novembre 2011n p. 15.

*Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, *Ersnt & Young*, 9e éd., *Octobre 2011*, B. François, *Revue des Sociétés* 2012, p. 63.

*Droit des marchés financiers*, B. Dondéro, La semaine juridique, Entreprise et Affaires, n°6, 9 février 2012, n°1111

### **Documents officiels:**

*L'activisme actionnarial*, Entretien de l'AMF, 22 novembre 2007.

Recommandation AMF n°2011-06 sur les agences de conseil de vote.

*Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, Ernst & Young, 9e éd., Oct. 2011.

*Les assemblées générales des sociétés cotées françaises, Saison 2011*, Rapport Proxinvest.

*Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, AMF, 7 février 2012.

*Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, Association de la gestion financière, 2012.

### **Documents non publiés:**

*Quels actionnaires pour les sociétés cotées?*, Colloque organisé par le master 2 Professionnel de droit des affaires et fiscalité, 2 avril 2012.

Cours magistral de droit des entreprises en difficulté dispensé aux étudiants du Master 2 professionnel de droit des affaires et fiscalité de l'Université Paris 1, F-X Lucas.

### **Source électronique:**

Site de Proxinvest: <http://www.proxinvest.com>

Site du Fond Stratégique d'Investissement: <http://www.fonds-fsi.fr>

Site de l'Association de Gestion Financière: <http://www.afg.asso.fr>

