



**HAL**  
open science

# Transformations du capitalisme et renforcement des droits de contrôle des actionnaires dans les sociétés cotées : l'approche du droit communautaire

Annabel Quin

► **To cite this version:**

Annabel Quin. Transformations du capitalisme et renforcement des droits de contrôle des actionnaires dans les sociétés cotées : l'approche du droit communautaire. Les Petites Affiches, 2007. hal-02614808

**HAL Id: hal-02614808**

**<https://hal.science/hal-02614808>**

Submitted on 21 May 2020

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**Transformations du capitalisme et  
renforcement des droits de contrôle des actionnaires  
dans les sociétés cotées :  
l'approche du droit communautaire<sup>1</sup>**

*Les transformations profondes de la structure de l'actionnariat ont conduit les autorités communautaires à renforcer progressivement le rôle des actionnaires en vue d'instaurer une démocratie actionnariale. Cette évolution, renforcée par la récente directive du 11 juillet 2007 sur l'exercice des droits de vote des actionnaires, conduit à faire de ces derniers, et spécialement des investisseurs institutionnels, les interlocuteurs privilégiés de l'entreprise et est ainsi de nature à modifier radicalement l'organisation des sociétés en Europe continentale.*

**1** - L'essor des marchés financiers étant censé favoriser la compétitivité des entreprises et, en conséquence, la croissance et l'emploi, les autorités communautaires promeuvent leur développement grâce à un décloisonnement et à une déréglementation des traditionnels marchés nationaux. C'est dans cette perspective qu'ont été adoptés, d'une part, le Plan d'action sur le capital-investissement<sup>2</sup> et, d'autre part, le très ambitieux Plan d'action pour les services financiers (PASF)<sup>3</sup>, qui vise à réaliser un marché financier unique. Ce processus a cependant favorisé un mouvement de désintermédiation : on a assisté à une réduction de l'intermédiation bancaire traditionnelle et à « l'émergence et la montée en puissance d'intermédiaires financiers capables de canaliser à grande échelle l'épargne des ménages et de la placer sur les marchés financiers. Ces intermédiaires sont qualifiés d'investisseurs institutionnels »<sup>4</sup>. Cette professionnalisation de la fonction d'investissement, par « une substitution de la gestion collective de l'épargne à l'actionnariat individuel direct »<sup>5</sup>, qui

<sup>1</sup> Cet article est tiré d'une communication prononcée lors du colloque qui s'est tenu les 25 et 26 mai 2007 à l'Institut Universitaire Européen de Florence sur le thème « *Financial Institutions, Markets and ethics : Mixed approaches in the European context* », organisé par le Centre de recherche en politiques financières et comptables de l'ESCEM Tours-Poitiers dans le cadre de la chaire Jean Monnet « Intégration bancaire et financière européennes ».

<sup>2</sup> Plan d'action sur le capital-investissement (PACI), <http://www.europa.eu.int/scadplus/leg/fr/lvb/124195.htm>.

<sup>3</sup> Il couvrait la période 1999-2005 et est aujourd'hui complété par un Livre blanc sur la politique des services financiers (2005-2010), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_fr.htm).

<sup>4</sup> F. Pansard, Nouveaux acteurs, nouveaux enjeux, Les investisseurs institutionnels et leur place sur les marchés financiers, in Le financement de l'économie, Cahiers français n° 331, La Documentation française, p. 58.

<sup>5</sup> Ph. Bissara, Les mutations de l'actionnariat et le fonctionnement des sociétés cotées, in Mél. Dominique Schmidt, éd. Joly, 2005, p. 61 et s., spéc. p. 63.

caractériserait « la troisième étape du capitalisme »<sup>6</sup> qualifiée judicieusement de « capitalisme à deux étages »<sup>7</sup>, est à l'origine d'une transformation fondamentale du droit comme de la gestion des sociétés et s'est produite en raison des spécificités de cet actionnariat professionnel.

**2** - Les investisseurs institutionnels se distinguent en effet de l'actionnariat traditionnel à un triple point de vue<sup>8</sup> : au regard de leurs moyens, de leurs objectifs et de leurs méthodes.

En premier lieu, les moyens dont disposent les investisseurs institutionnels, notamment étrangers, apparaissent sans commune mesure avec ceux de l'actionnariat traditionnel. D'une part, ils disposent de compétences techniques qui les placent à l'égal des dirigeants. D'autre part, ils drainent généralement des sommes importantes qui leur permettent de détenir des participations significatives dans les sociétés et d'y exercer une influence notable. Celle-ci a même été renforcée dans certains Etats comme la France où la disparition des blocs d'actionnaires majoritaires (éclatement des noyaux durs et des participations croisées) a encore renforcé leur poids relatif<sup>9</sup>. L'apparition d'actionnaires minoritaires forts, qui constitue un phénomène nouveau, transforme leurs rapports avec les dirigeants : les actionnaires professionnels n'ont pas besoin de la protection traditionnellement accordée à l'actionnaire-épargnant<sup>10</sup> et se présentent au contraire comme des interlocuteurs des dirigeants. Ils sont « en mesure de dialoguer avec le dirigeant dans des termes précis qui sont ceux utilisés par la direction stratégique et la direction financière de l'entreprise »<sup>11</sup>, ce qui « favorise une investigation plus poussée de l'investisseur à l'égard de l'entreprise »<sup>12</sup>. C'est ainsi que « pour la première fois dans l'histoire de la société cotée, un spéculateur joue pleinement et utilement son rôle d'actionnaire minoritaire »<sup>13</sup>.

**3** - En deuxième lieu, les objectifs des investisseurs institutionnels apparaissent également bien distincts de ceux poursuivis traditionnellement par l'actionnariat. Ces objectifs

<sup>6</sup> Clark, « *The Four Stages of Capitalism : Reflections on Investment Management Treatises* », 94 Harv. L. Rev. 561 (1980), cité par M.-D. Leibler, La remise en cause de l'information du public et des actionnaires aux Etats-Unis, RIDC 1984/3, p. 523 et s., spéc. p. 535.

<sup>7</sup> Ph. Bissara, art. préc., spéc. p. 76.

<sup>8</sup> P. Le Cannu, Loi de la majorité ou loi du dividende ?, Les Petites Affiches 27 septembre 1995, p. 43 et s.

<sup>9</sup> Presque la moitié de la capitalisation boursière de la plupart des sociétés du CAC 40 est détenue par des investisseurs professionnels étrangers (J.-J. Daigre, Du droit de vote dans les sociétés cotées, Rev. Dr. Banc. Juillet-août 2006, p. 1 et s., spéc. p. 2).

<sup>10</sup> I. Parachkevova, Pouvoir et financement dans la société anonyme cotée, thèse dact., 2004, spéc. n° 30, p. 35.

<sup>11</sup> S. Montagne, De la « pension governance » à la « corporate governance » : la transmission d'un mode de gouvernement, Rev. éco. fin., n° 63, 2001/3, p. 5 et s., spéc. p. 13.

<sup>12</sup> *Ibid.*, loc. cit.

<sup>13</sup> I. Parachkevova, *op. cit.*, spéc. n° 18, p. 22.

sont en effet déterminés par leur organisation propre. Celle-ci impose notamment<sup>14</sup> une rentabilité soutenue. Dès lors, répercutant leurs impératifs sur les entreprises dans lesquelles ils investissent<sup>15</sup>, ils entendent imposer aux entreprises l'objectif d'accroissement de la valeur actionnariale et mettent en avant la primauté de l'intérêt de l'actionnaire. Cette approche bouleverse la conception traditionnelle de l'entreprise développée en Europe continentale<sup>16</sup> qui, fondée sur une conception institutionnelle de la société, privilégie la défense de l'intérêt social.

4 - En troisième lieu, les méthodes de ces investisseurs institutionnels se distinguent également de celles de l'actionariat traditionnel. Alors que ce dernier laissait le droit organiser la protection des différents intérêts en présence, l'investisseur institutionnel revendique de jouer lui-même ce rôle. A cette fin, « il publie ses propres lois privées, de sorte à inculquer aux entreprises la culture de la recherche systématique du profit. Il provoque même des réformes législatives conformes à ses intérêts »<sup>17</sup>. Différentes réformes ont été de ce fait adoptées par les droits nationaux des Etats européens.

5 - Mais ces réponses paraissent parfois insuffisantes compte tenu du processus croissant d'intégration des marchés de capitaux européens et mondiaux. D'une part, la croissance des activités transfrontalières des sociétés européennes rend nécessaire l'émergence d'un corps européen de règles, et ce d'autant plus que l'élargissement de l'Union européenne a accru la diversité des droits nationaux<sup>18</sup>. D'autre part, le développement des marchés de capitaux nécessite de restaurer ou de conforter la confiance des investisseurs et de leur donner la possibilité de jouer un rôle actif sur les différents marchés de capitaux

<sup>14</sup> D'autres objectifs sont aussi mis en avant, notamment par les fonds éthiques. V. not. I. Riassetto, Fonds éthiques et sociétés commerciales, *in* Mél. D. Schmidt, préc., p. 399 et s.

<sup>15</sup> Parmi une littérature foisonnante, V. not. M. Aglietta et A. Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Bibl. Albin Michel Economie, 2004 ; E. Cohen, *Le nouvel âge du capitalisme*, éd. Fayard, 2005 ; P. Artus et M.-P. Virard, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, éd. La Découverte, 2006.

<sup>16</sup> D. Vuchot, B. Richard et P. Bourdon, *Gouvernement d'entreprise : l'Allemagne ou la dernière révolution du XXe siècle*, *Rev. éco. fin.* n° 63, 2001/3, p. 5 et s. ; P. Commun, en coopération avec J.-M. Ycre, *Le capitalisme financier en France et en Allemagne : critiques, réalités et conséquences*, Comité d'études des relations franco-allemandes (Cerfa), Ifri, mai 2006, [www.ifri.org/files/Cerfa/commun\\_court\\_2\\_formatee.pdf](http://www.ifri.org/files/Cerfa/commun_court_2_formatee.pdf)

<sup>17</sup> I. Parachkevova, op. cit., spéc. n° 621, p. 468. V. égal. S. Harnay, *L'évolution des modes de gouvernement d'entreprise européens : les apports de l'analyse économique du droit au débat sur la convergence*, Journée de recherche en économie du droit, *EconomiX*, Université Paris 10, 25 janvier 2006, [www.uni-saarland.de/fak1/fr12/csle/workshop/program/GvtEnt2005-09-22.pdf](http://www.uni-saarland.de/fak1/fr12/csle/workshop/program/GvtEnt2005-09-22.pdf); IFA, *Pratiques internationales de gouvernance, Une approche comparative*, Tome 1 (Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Pays-Bas), mars 2005 et Tome 2 (Italie, Espagne, Finlande, Suède, Canada, Chine), nov. 2006, [http://www.ifa-asso.com/actualites/documents.php?document\\_theme\\_id=4&document\\_id=22](http://www.ifa-asso.com/actualites/documents.php?document_theme_id=4&document_id=22).

<sup>18</sup> Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, *Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer*, 21.05.2003, COM (2003) 284 final, spéc. p. 7 ; G. Goffaux-Callebaut, *Le plan d'action de la Commission européenne en droit des sociétés : une approche française*, *Bull. Joly oct.* 2003, p. 997 et s. ; K.J. Hopt, « *European Company Law and Corporate Governance : Where Does the Action Plan of the European Commission Lead ?* », *in* K.J. Hopt, E. Wymeersch, H. Kanda and H. Baum, *Corporate Governance in Context, Corporations, States and Markets in Europe, Japan and the US*, Oxford University Press, 2005, p. 119 et s.

européens<sup>19</sup>. Enfin, il n'est pas sûr que la concurrence entre les droits nationaux permette de renforcer la protection des actionnaires. La volonté d'attirer les entreprises sur leur territoire pourrait en effet inciter les Etats à privilégier la protection des dirigeants, dans la mesure où ce sont ces derniers qui prennent l'initiative de localiser ou de délocaliser l'entreprise<sup>20</sup>. Dans ces conditions, une intervention au niveau communautaire<sup>21</sup> traduit une volonté politique de renforcer plus efficacement les droits des actionnaires sur l'ensemble de l'Union et d'imposer un nouveau mode de gouvernance des sociétés cotées.

6 – Cette nouvelle gouvernance se traduit en premier lieu par la reconnaissance, au profit des actionnaires, du droit de contrôler les dirigeants sociaux. Celle-ci entraîne un bouleversement fondamental des modèles de contrôle de l'entreprise en Europe. Celui-ci bascule du modèle "*managerial*", fondé sur le contrôle interne par les managers et par les conseils des entreprises, vers un modèle de type *shareholder*, fondé sur le contrôle externe exercé par les marchés et par les actionnaires. Toutefois, à la différence de ce modèle, où le contrôle des entreprises est principalement fondé « sur le marché de la prise de contrôle d'entreprises »<sup>22</sup>, les investisseurs professionnels ne se contentent pas d'un simple droit de regard sur la gestion sociale mais entendent influencer celle-ci<sup>23</sup>. Ils privilégient ainsi des prérogatives « qui favorise[nt] la prise de parole plutôt que la vente des titres. (...) [et] promeuvent un comportement de type nouveau « responsable et actif ». Les actionnaires sont invités à utiliser systématiquement les moyens juridiques mis à leur disposition pour contrôler la direction des entreprises, à commencer par les droits de vote attachés aux titres de propriété »<sup>24</sup>. Ce comportement est au demeurant provoqué par l'importance des participations de ces investisseurs, qui réduit la liquidité de leurs titres. Cet activisme, qui pourrait traduire l'avènement d'une véritable démocratie actionnariale<sup>25</sup>, a conduit les

---

<sup>19</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>20</sup> V. en ce sens, s'agissant des Etats-Unis, Ch. Pochet, Fédéralisme, droit des sociétés et gouvernance d'entreprise : quelles leçons l'Europe peut-elle tirer de l'expérience américaine ?, [http://193.52.220.15:8080/IMG/pdf/\\_05-125\\_CPochet.pdf](http://193.52.220.15:8080/IMG/pdf/_05-125_CPochet.pdf), spéc. p. 9 et RIDE 2006/3, p. 285 et s.

<sup>21</sup> Afin de ne pas méconnaître les principes de subsidiarité et de proportionnalité, cette intervention doit être limitée à certaines questions : il s'agit, d'une part, de questions à caractère transfrontalier et, d'autre part, de questions nationales nécessitant un certain degré d'harmonisation afin de réduire les incertitudes juridiques (Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne—Un plan pour avancer, préc., spéc. p. 10).

<sup>22</sup> D. Plihon, J.-P. Ponsard et Ph. Zarlowski, Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence, *Rev. éco. fin.*, n° 63, 2001/3, p. 5 et s., spéc. p. 7.

<sup>23</sup> S. Montagne, art. préc., spéc. p. 14.

<sup>24</sup> M. Aglietta et A. Rebérioux, *op. cit.*, spéc. p. 22.

<sup>25</sup> Tel est l'objectif à moyen/long terme de la Commission européenne (Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer, préc., spéc. p. 17).

autorités communautaires à reconnaître des droits de contrôle au profit des actionnaires (I), et à en faciliter l'exercice au sein de la société (II).

### § I - La reconnaissance des droits de contrôle au profit des actionnaires

7 - Reconnaître aux actionnaires le droit de contrôler l'action des dirigeants ne va pas de soi dans la tradition de l'Europe continentale. En effet, le contrôle des dirigeants repose classiquement sur certains organes sociaux. Ceci est particulièrement vrai en Allemagne : « la surveillance des obligations fiduciaires des dirigeants est assurée (...) par le conseil de surveillance qui est chargé de veiller aux intérêts de l'entreprise et non par les actionnaires eux-mêmes »<sup>26</sup>. De même en France, les sociétés anonymes comportent un organe (le conseil d'administration ou le conseil de surveillance) qui est spécifiquement chargé de ce contrôle. Quant à la société européenne, elle est dotée de modes d'organisation semblables<sup>27</sup>. Le contrôle n'est donc pas principalement exercé par les actionnaires, dont les possibilités d'intervention sur la vie sociale traduisent moins un contrôle qu'un mode de manifestation d'une volonté générale<sup>28</sup>. La reconnaissance de droits de contrôle au profit des actionnaires traduit donc une modification de cette conception traditionnelle. Désormais, l'actionnaire est présenté comme étant le mieux placé pour défendre les intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Tel est du moins la position du Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, présidé par le Professeur Jaap Winter<sup>29</sup> et qui a servi de base à différentes réformes européennes.

8 - Les modalités de ce contrôle ont elles aussi évolué. Alors qu'il est traditionnellement confié aux actionnaires au sein de l'assemblée générale, les autorités communautaires tendent à favoriser son essor en-dehors de tout organe social, à travers un contrôle externe. Le développement de ce dernier traduit une évolution de son fondement. Alors que le contrôle interne n'est reconnu aux actionnaires qu'en raison de leur appartenance à cet organe social, le contrôle externe ne repose que sur l'investissement qu'ils ont réalisé dans la société. Il prend donc de la distance par rapport à la société et glisse ainsi de

---

<sup>26</sup> A. Alcouffe et Ch. Kalweit, Droits à l'information des actionnaires et Actions des associés en France et Allemagne – considérations de droit comparé en relation avec les directives américaines, RIDE 2003, p. 182.

<sup>27</sup> Articles 38 et s. du Règlement n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne.

<sup>28</sup> Ou plus exactement comme un moyen pour la majorité d'imposer ses décisions, V. X. Boucobza, La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux, in Mélanges AEDBF – France III, éd. Banque Editeur, 2001, p. 45 ets. ; voir égal. Rev. jur. comm., nov. 1991, n° spécial, La loi de la majorité.

<sup>29</sup> Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés, Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_fr.htm#background](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_fr.htm#background), spéc. p. 54. V. Ph. Lambrecht, L'adaptation en Europe du gouvernement d'entreprise, Les Petites Affiches, 12 février 2004, p. 5 et s., spéc. p. 8.

l'organisation sociétaire vers les marchés financiers<sup>30</sup>. C'est ce que l'on observe en droit communautaire où, à côté du contrôle traditionnel des actionnaires au sein de l'assemblée générale (A) se développe un contrôle externe des dirigeants sociaux (B).

### A) Le contrôle interne

9 - Le contrôle interne se traduit par une large compétence reconnue à l'assemblée des actionnaires, généralement beaucoup plus large qu'aux Etats-Unis<sup>31</sup>. Ainsi est-elle compétente pour prendre les décisions les plus importantes, et notamment nommer et révoquer les dirigeants sociaux ou modifier les statuts<sup>32</sup>. C'est donc elle qui décide de modifier le capital social, de le réduire<sup>33</sup> ou de l'augmenter<sup>34</sup> ou encore de supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires<sup>35</sup>. Il y a là une différence très nette avec la position américaine, plus favorable aux dirigeants, qui conçoit le capital, non pas comme un mode de protection des actionnaires, mais comme « un mode de financement parmi d'autres, que les dirigeants doivent pouvoir utiliser au mieux des intérêts de la société et de ses actionnaires »<sup>36</sup>. C'est encore l'assemblée des actionnaires qui est compétente pour décider une fusion<sup>37</sup> ou une scission<sup>38</sup>. C'est toujours elle qui, en vertu de la 13<sup>ème</sup> directive communautaire, a reçu une compétence exclusive pour répondre à une OPA ou pour déployer des mesures anti-OPA<sup>39</sup>. En effet, les dirigeants ne peuvent utiliser aucune arme anti-OPA sans obtenir l'autorisation expresse des actionnaires au moment des faits. Cette limitation des mesures défensives, inspirée du principe 7 du City code anglais<sup>40</sup> et des conceptions américaines qui confèrent une

<sup>30</sup> J.-P. Bornet, Le « pouvoir des sans pouvoirs » ou comment s'organise le pouvoir des minoritaires, p. 18 et s. On observe le mouvement inverse aux Etats-Unis, où le contrôle interne est développé pour pallier les insuffisances du contrôle externe, V. P. Charlety, Les développements récents de la littérature, Rev. éco. Fin., déc. 1994, p. 33 et s.

<sup>31</sup> H. Hansmann and R. Kraakman, *The Basic Governance Structure*, in R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K.J. Hopt, H. Handa and E.B. Rock, *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, spéc. P. 47.

<sup>32</sup> Cette compétence est normalement affirmée par les droits nationaux mais résulte, pour la société européenne, de l'article 59 du Règlement n° 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne.

<sup>33</sup> Article 30 de la 2<sup>ème</sup> directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976.

<sup>34</sup> Article 25, 1 de la 2<sup>ème</sup> directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976.

<sup>35</sup> Article 29, 4 de la 2<sup>ème</sup> directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976.

<sup>36</sup> P. Le Cannu et G. Parléani, Le financement du capital, Rev. sociétés 2005/1, p. 13 et s., spéc. n° 4, p. 14. De plus, le droit américain ignore le droit préférentiel de souscription reconnu en Europe aux actionnaires.

<sup>37</sup> Article 7 de la directive 78/855/CEE du Conseil du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes ; Article 9, 1 de la directive 2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux.

<sup>38</sup> Article 5, 1 de la 6<sup>ème</sup> directive 82/891/CEE du Conseil du 17 décembre 1982 concernant les scissions des sociétés anonymes.

<sup>39</sup> Article 9 de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

<sup>40</sup> V. de Beaufort, *Gouvernance d'entreprise en Europe*, éd. Economica, 2006, spéc. p. 32.

fonction vertueuse aux OPA, a une portée très large, qui dépasse celle qu'elle connaît outre-atlantique<sup>41</sup>.

**10** - Toutefois, cette affirmation juridique de l'omnipotence de l'assemblée se heurte aux oppositions de la pratique comme des Etats.

En premier lieu, la compétence de l'assemblée est limitée pour des raisons pratiques. D'une part, la permanence des dirigeants permet une meilleure réactivité et conduit dès lors à leur déléguer certains pouvoirs de l'assemblée. Cette dernière peut en effet consentir une telle délégation pour réaliser une augmentation de capital, dans les limites d'un montant maximal déterminé et pour une durée maximale de 5 ans renouvelable<sup>42</sup>. Elle peut aussi conférer aux dirigeants le pouvoir de supprimer le droit préférentiel de souscription<sup>43</sup>. Les délégations de compétence au profit des dirigeants sont ainsi largement admises en droit et elles sont très largement utilisées en pratique<sup>44</sup>. D'autre part, de nombreuses décisions, quoique décidées par l'assemblée, ne peuvent voir le jour qu'en vertu d'une initiative des dirigeants. C'est le cas par exemple des fusions ou des scissions, qui sont subordonnées à l'établissement par les dirigeants d'un projet en ce sens.

**11** - En second lieu, l'affirmation de la compétence exclusive de l'assemblée des actionnaires pour prendre des mesures de défense contre une OPA hostile se heurte à la volonté des Etats. Cette opposition, notamment de l'Allemagne<sup>45</sup>, s'est manifestée lors des très longues négociations ayant précédé l'adoption de cette directive et a entraîné l'adoption d'un système optionnel. D'une part, les Etats peuvent ne pas appliquer cette disposition,

---

<sup>41</sup> « Ainsi, dans l'Etat du Delaware, où sont domiciliées la grande majorité des sociétés cotées à New York, la "Business Judgment Rule" autorise les dirigeants à décider, sous leur propre responsabilité, des mesures de défense, quitte à ce qu'ils répondent ensuite de leurs actes devant les actionnaires » (Les OPA communautaires, Propositions de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, Rapport présenté par M. P.-A. Gailly, 19 déc. 2002, <http://www.etudes.ccip.fr/archrap/pdf02/gai0212.pdf>, spéc. p. 14. V. égal. A. Outin-Adam et S. Bienvenu, Les OPA communautaires, Présentation du rapport Gailly de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, Rev. Marché commun juin 2003, p. 387 et s.).

<sup>42</sup> Article 25, 2 de la 2<sup>ème</sup> directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976. De même, elle peut autoriser les dirigeants à acquérir les actions de la société dans les limites d'un montant maximal d'actions à acquérir et pour une durée maximale fixée d'abord à 18 mois et portée récemment à 5 ans (Article 19, 1 de la 2<sup>ème</sup> directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 modifié par l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006).

<sup>43</sup> La Commission avait au demeurant proposé de libéraliser ces délégations de compétence (V. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital (présentée par la Commission) du 21 septembre 2004, COM(2004)final). Elle s'est heurtée à l'opposition du Conseil.

<sup>44</sup> Cela conduit à faire peu à peu pénétrer l'idée, bien ancrée outre-atlantique, suivant laquelle les décisions modifiant le capital social devraient relever de la compétence des dirigeants plutôt que de celle de l'assemblée des actionnaires et pourrait amener à une remise en cause plus fondamentale de la fonction du capital social.

<sup>45</sup> L'Allemagne « voulait conserver la possibilité de délégation de pouvoirs de l'assemblée générale aux dirigeants 18 mois avant l'offre, telle qu'offerte dans sa législation » (D. Muffat-Jeandet, OPA : L'adoption d'une directive européenne, Rev. Marché commun, juillet-août 2004, p. 455 et s., spéc. p. 462. V. égal., du même auteur, OPA : l'histoire d'une directive européenne, Le rejet de la proposition de 1989 et de ses versions révisées, Rev. Marché commun fév. 2004, p. 111 et s.).

d'autre part, ils peuvent subordonner cette application à une exigence de réciprocité<sup>46</sup>. Or, l'utilisation par les Etats de ces options, non seulement n'a pas permis de généraliser la compétence de l'assemblée, mais encore a permis à certains Etats de remettre en cause cette compétence. En effet, il n'y a qu'un seul Etat (Malte) qui a affirmé cette compétence de l'assemblée alors qu'il ignorait cette règle auparavant<sup>47</sup>. Surtout, ceux qui connaissaient cette règle auparavant ont généralement posé une exigence de réciprocité. Il en résulte un affaiblissement de la compétence de l'assemblée, qui n'est désormais reconnue dans ces Etats que si l'offre est lancée par une entreprise qui applique également cette règle<sup>48</sup>. Les Etats européens ont donc manifesté une opposition à la compétence de l'assemblée, estimant sans doute que les dirigeants étaient mieux placés que les actionnaires pour juger une offre publique d'achat. Cette opposition pourrait aussi être le résultat de la concurrence que se livrent les droits nationaux, soucieux d'attirer les entreprises sur leur sol. En effet, dans la mesure où la décision de s'implanter dans un Etat résulte de l'initiative des dirigeants, on peut penser que les Etats seront tentés de les attirer par des dispositions protectrices des dirigeants, quel qu'en soit le coût pour les actionnaires. Enfin, il a été observé qu'« en restreignant les moyens de défense des entreprises européennes [par rapport aux entreprises américaines], la directive affecterait sensiblement leur faculté de lutter à armes égales contre un attaquant américain »<sup>49</sup>. La position des Etats s'expliquerait aussi par une volonté protectionniste à l'égard des entreprises européennes.

**12** - Toutefois, cette opposition des Etats pourrait se heurter aux revendications des actionnaires, auxquels la directive a laissé un large champ d'action. En effet, même si un Etat ne reconnaît pas la compétence exclusive de l'assemblée, il ne peut pas empêcher une entreprise de l'instituer, naturellement à la demande des actionnaires. Ainsi, ce que la directive n'est pas parvenue à imposer aux Etats peut l'être par les investisseurs institutionnels au sein des entreprises. Ce « procédé (...) vise, on le comprend, à préserver les chances d'une harmonisation horizontale engendrée par les forces du marché »<sup>50</sup> en faveur de la compétence

<sup>46</sup> Article 12 de la directive précitée.

<sup>47</sup> *Commission Staff Working Document, Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 21.02.2007, SEC(2007) 268, spéc. n° 2.1.3, p. 7. V. Égal., pour la France, H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, *Rev. Soc.* 2006/2, p. 237 et s. ; A. Viandier, Défenses en cours d'offre : les règles de compétence des organes sociaux après la loi du 31 mars 2006, *RJDA* 5/06, p. 435 et s.

<sup>48</sup> *ibid.*, spéc. p. 6.

<sup>49</sup> Les OPA communautaires, Propositions de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, préc., spéc. p. 14. V. égal. A. Outin-Adam et S. Bienvenu, art. préc.

<sup>50</sup> A. Pietrancosta et A. Maréchal, Transposition de la directive OPA : des incertitudes entpourant le recours à la « clause de réciprocité », *Lexbase hebdo* n° 189 du jeudi 10 novembre 2005, Edition lettre juridique, [http://www.dlapiper.com/.../PublicationAttachment/5c725b84-eb72-44d6-bcb7-32b7a7779f32/LEXBASE\\_ARTICLE.PDF](http://www.dlapiper.com/.../PublicationAttachment/5c725b84-eb72-44d6-bcb7-32b7a7779f32/LEXBASE_ARTICLE.PDF).

de l'assemblée des actionnaires. Mais ici, cette compétence vise moins à favoriser un contrôle interne qu'à développer un contrôle externe des dirigeants.

## **B) Le contrôle externe**

**13** - Le contrôle externe échappe à l'emprise de l'assemblée générale et traduit une rupture par rapport aux traditions européennes, qui en confient généralement l'exercice à un organe social. Désormais, le contrôle des dirigeants est aussi assuré, comme cela a pu être observé dans le système américain, « par les mécanismes du marché – et avant tout ceux du marché des capitaux – et de l'information – et non par des institutions »<sup>51</sup>.

Le développement de ce contrôle externe se traduit par une approche favorable aux OPA même hostiles<sup>52</sup>. Celles-ci sont conçues comme un moyen de discipliner les dirigeants. Cette doctrine est née aux Etats-Unis à la fin des années 60. Elle repose sur l'idée qu'une OPA peut permettre de renverser une équipe dirigeante qui privilégie la défense de ses intérêts au détriment des intérêts des actionnaires. Lorsque ces derniers sont dispersés et ne sont pas suffisamment puissants pour contrôler la gestion de la société, les OPA constituent un moyen de remplacer cette équipe dirigeante jugée peu efficace. Les OPA constitueraient donc un mécanisme de marché permettant de favoriser une bonne gouvernance des sociétés et leur admission fait partie des recommandations prônées par les investisseurs institutionnels. Dans cette perspective, les mesures de défense anti-OPA devraient être condamnées largement. Tel est l'avis exprimé par le CESE le 14 mai 2003 pour qui « l'objectif final doit être la suppression de tous les obstacles aux OPA transfrontalières dans l'Union européenne (...) et l'élimination progressive de tous les moyens de défense »<sup>53</sup>. Telle est la conception qui ressort de la 13<sup>ème</sup> directive européenne : considérant que les OPA, même hostiles, ont une vertu disciplinaire, elle interdit aux dirigeants de réagir par des mesures de défense<sup>54</sup>.

C'est également pour faciliter les OPA que la 13<sup>ème</sup> directive (article 11) neutralise, en cas d'offre, les aménagements au droit de vote contenus dans les statuts ou accords contractuels. Cette règle dite de « neutralisation des restrictions » (*breakthrough rule*) s'applique dans deux hypothèses : soit lorsque l'offrant détient 75% du capital assorti des droits de vote, soit, avant la réussite de l'offre, lorsque l'assemblée générale est appelée à se prononcer sur des défenses anti-OPA. Cette règle a cependant été très critiquée. On lui a

---

<sup>51</sup> A. Alcouffé et Ch. Kalweit, art. préc., spéc. p. 32.

<sup>52</sup> V. de Beaufort, op. cit., spéc. p. 32.

<sup>53</sup> Cité par F. Martin Laprade, Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée, Bull. Joly Bourse sept.-oct. 2004, p. 610 et s., spéc. p. 619.

<sup>54</sup> V. supra n° 9.

reproché de méconnaître la volonté contractuelle ayant présidé à l'aménagement de ces droits de vote, spécialement lorsque la neutralisation opère avant le succès de l'offre<sup>55</sup>, et de reposer sur une approche favorable aux OPA qui exposerait les entreprises européennes petites mais novatrices au rachat par des géants extracommunautaires. Face à ces oppositions, l'article 11 a été doté d'un caractère optionnel et la majorité des Etats qui ont transposé cette directive ont décidé de ne pas imposer cette neutralisation<sup>56</sup>. Celle-ci pourra néanmoins être choisie par les sociétés, et plus précisément par leur assemblée générale<sup>57</sup>, sans aucun doute sous l'impulsion des investisseurs institutionnels. De plus, les Etats ont généralement opté pour la clause de réciprocité<sup>58</sup>, qui devrait inciter les entreprises offrantes à adopter cette neutralisation pour que cette règle puisse également s'appliquer à leur offre. A nouveau, on s'aperçoit que les objectifs des autorités communautaires, favorables à un contrôle externe, n'ont pas pu faire l'objet d'un consensus et que l'harmonisation sur ce point est laissée entre les mains du marché.

**14** - Le développement du contrôle externe se traduit également par une multiplication des droits d'information des actionnaires. Ce renforcement traduit une modification du mode européen de contrôle des entreprises au profit du modèle américain. En effet, « le capitalisme actionnarial, modèle dominant outre-Atlantique, centré exclusivement sur les *shareholders*, justifie que soit garantie, vis-à-vis de ces derniers, une information permettant d'apprécier l'œuvre des managers et, le cas échéant, de les sanctionner. A l'inverse, au sein du modèle historiquement dominant de l'Europe continentale, celui du capitalisme partenarial, ouvert sur les *stakeholders*, le rôle de l'information périodique des actionnaires apparaît moins fondamental, dans le sens où le processus de contrôle de la direction appartient principalement au conseil d'administration »<sup>59</sup>. L'adoption des normes comptables européennes<sup>60</sup> comme le choix d'une information quasiment trimestrielle dans les sociétés cotées par la directive Transparence<sup>61</sup> traduit la volonté, non pas de favoriser la participation

<sup>55</sup> Les OPA communautaires, Propositions de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, Rapport préc., spéc. p. 23 et 24.

<sup>56</sup> *Commission Staff Working Document, Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, préc., spéc. n° 2.1.4, p. 7.

<sup>57</sup> Article 12, 2 de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition.

<sup>58</sup> *Commission Staff Working Document, Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, préc., spéc. n° 2.1.5, p. 8.

<sup>59</sup> M. Teller et V. Jamet, La directive "transparence" : étape décisive vers un big-bang annoncé de l'information financière?, Bull. Joly Bourse juillet-août 2004, p. 429 et s., spéc. n° 8, p. 436.

<sup>60</sup> B. Boulloc, L'incidence des normes européennes sur les normes comptables, Rev. sociétés 2005/1, p. 31 et s. V. égal. A. Couret et J.-P. Tran-Thiet, L'euro-investisseur et l'information financière, in Mélanges AEDBF-France III, éd. Banque éditeur, 2001, p. 89 et s.

<sup>61</sup> Articles 4 et suivants de la directive 2004/109/CE.

de l'actionnaire en tant que tel, mais de rassurer l'investisseur. On retrouve les inspirations du système américain, où « le propriétaire de parts apparaît davantage en tant qu'investisseur et moins à travers son appartenance à une association. L'efficacité informationnelle du marché des capitaux se voit attribuée la plus grande importance »<sup>62</sup>. Cette modification de l'approche européenne tend à nouveau à répondre aux demandes des actionnaires professionnels en favorisant, comme la réglementation américaine, « une information continue, orientée désormais beaucoup plus vers un public averti »<sup>63</sup>, qui au surplus entend jouer un rôle actif dans la société en y exerçant ses prérogatives.

## § II - L'exercice des droits de contrôle par les actionnaires

15 - On a souvent présenté les assemblées d'actionnaires comme des assemblées potiches où règne l'absentéisme et qui se contentent d'avaliser les résolutions proposées par les dirigeants. Cette difficulté est au demeurant aggravée par « la dynamique d'intégration des marchés financiers européens et mondiaux. La proportion croissante d'investisseurs étrangers dans le capital des sociétés cotées de l'UE fait peser sur ces sociétés la menace d'être détenues par une base d'actionnaires passifs »<sup>64</sup>. Renforcer les droits de contrôle des actionnaires implique de favoriser leur participation aux assemblées et d'améliorer leur information et leurs possibilités d'intervention, quel que soit l'endroit où ils résident. La directive sur l'exercice des droits de vote des actionnaires, adoptée le 11 juillet 2007<sup>65</sup>, comporte de nombreuses dispositions en ce sens. Mais l'exercice de ces différentes prérogatives n'est pas toujours voulu par les actionnaires. Il a été montré que le phénomène d'« apathie rationnelle » pouvait les conduire à préférer ne pas exercer leurs droits, parce que les coûts induits par cet exercice seraient supérieurs aux gains retirés. De plus, le recours à des fonds d'investissement traduit généralement la volonté de l'actionnaire de ne pas exercer lui-même ses prérogatives. « L'investisseur dans les fonds collectifs est par définition le plus passif. S'il était actif, il ferait ses propres choix d'investissement, ce qu'il ne souhaite pas faire. En somme, il n'y a pas d'investisseur plus passif que ceux qui choisissent les fonds collectifs. Autrement dit, donner des droits de contrôle à un investisseur dans des fonds collectifs n'est sans doute pas pertinent, puisque ce type d'investisseur ne souhaite pas

<sup>62</sup> A. Alcouffe et Ch. Kalweit, art. préc., spéc. p. 32. V. égal. M. Teller et V. Jamet, art. préc., spéc. n° 17, p. 441-442 ; B. Bouloc, art. préc., spéc. n° 46, p. 44.

<sup>63</sup> M.-D. Leibler, art. préc., spéc. p. 539.

<sup>64</sup> Exposé des motifs de la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un Etat membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2004/109/CE, 05.01.2006, COM(2005) 685 final.

<sup>65</sup> IP/07/800.

bénéficiaire de ces droits de contrôle»<sup>66</sup>. Dans ces conditions, il est autant nécessaire d'améliorer l'exercice direct des droits des actionnaires (A) que d'en faciliter la transmission (B).

### A) L'exercice des droits des actionnaires

16 - Pour permettre aux actionnaires de participer aux assemblées générales des sociétés cotées, la directive du 11 juillet 2007 a voulu en faciliter l'accès. A cette fin, elle a réglementé le contenu de la convocation<sup>67</sup> et imposé de la rendre publique au moins 21 jours avant la tenue de l'assemblée<sup>68</sup>. Ces dispositions doivent permettre aux actionnaires de disposer du temps nécessaire pour prendre leurs dispositions afin de s'y rendre. De plus, elle a proposé la suppression des blocages de titres imposés par certains Etats<sup>69</sup> pour pouvoir participer aux assemblées. En effet, une telle obligation d'immobilisation, qui a l'avantage de permettre de vérifier la qualité d'actionnaire des intéressés au jour de l'assemblée, était « mal ressentie par les actionnaires, surtout non résidents »<sup>70</sup> et favorisait leur abstention puisqu'on a constaté « une corrélation entre le taux de participation et le système d'immobilisation des titres ».<sup>71</sup> C'est pourquoi la directive communautaire interdit toute forme d'immobilisation des actions préalablement aux assemblées générales<sup>72</sup>, au profit du système de la *record date*<sup>73</sup>, qui consiste à retenir comme titulaires du droit de vote ceux qui étaient actionnaires à une certaine date précédant l'assemblée générale. Cette date, dont la portée est importante, sera fixée par les Etats membres sans pouvoir précéder l'assemblée de plus de 30 jours calendaires<sup>74</sup>.

17 – De plus, pour permettre aux actionnaires d'exercer leurs prérogatives en connaissance de cause lors de l'assemblée, la directive Transparence impose aux sociétés de

<sup>66</sup> Intervention de Jaap Winter lors des Entretiens de l'AMF du jeudi 29 novembre 2005, Palais Brogniart, Troisième table ronde, La gouvernance des fonds, spéc. p. 3, [http://www.amf-france.org/documents/general/6417\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6417_1.pdf).

<sup>67</sup> Article 5, 3 de la directive précitée.

<sup>68</sup> Article 5, 1 de la directive préc. V. B. Lecourt, Proposition revisitée de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un Etat membre dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive n° 2004/109/CE, Rev. soc. 2006/4, p. 923 et s., spéc. p. 924.

<sup>69</sup> La France, par exemple, avait imposé une obligation d'immobilisation des titres afin de permettre de vérifier la qualité d'actionnaire des intéressés. Elle a, comme l'Allemagne, renoncé à ce système au profit de celui de la *record date* (F. Barrière, La dissociation du droit de vote et de la qualité d'actionnaire, confirmation d'une révolution juridique par la voie réglementaire : les *record dates*, Bull. Joly fév. 2007, p. 279 et s.).

<sup>70</sup> Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France : présentation du rapport du groupe de travail présidé par Yves Mansion, Rev. mensuelle de l'AMF, sept. 2005, p. 11 et s., spéc. p. 27.

<sup>71</sup> *Ibid.*, spéc. p. 28.

<sup>72</sup> Et ce « même si ce blocage n'influe pas sur la possibilité de négocier les actions » (article 7, 1 de la proposition de directive précitée).

<sup>73</sup> Article 7, 2 de la directive précitée.

<sup>74</sup> Article 7, 3 de la directive précitée.

veiller à ce qu'ils disposent des informations nécessaires<sup>75</sup>, y compris en recourant à une transmission électronique<sup>76</sup>. La récente directive sur les droits des actionnaires confirme et prolonge cette orientation en imposant notamment aux sociétés de déposer sur leur site, au moins 21 jours avant la tenue de l'assemblée générale, les projets de résolutions, les documents destinés à être présentés à l'assemblée ainsi que l'indication du nombre total d'actions et de droits de vote à la date de la convocation<sup>77</sup>.

**18** - Par ailleurs, les actionnaires se voient reconnaître le droit d'intervenir sur le déroulement de l'assemblée, en demandant l'inscription d'une question à l'ordre du jour<sup>78</sup> ou en posant une question<sup>79</sup>.

**19** - La proposition de directive entend également faciliter l'exercice du droit de vote, en favorisant le vote par correspondance<sup>80</sup> ainsi que le développement du vote par voie électronique et en imposant aux Etats d'adapter en conséquence leurs législations nationales<sup>81</sup>. De plus, tous les votes exprimés devront être pris en considération aux fins de décompte des votes et le résultat devra être publié sur le site Internet de l'entreprise dans un délai maximal de 15 jours<sup>82</sup>.

**20** - Enfin, demeure ouverte la question de l'exigence d'une proportionnalité entre le droit de vote et la participation au capital social, qui se traduirait par l'affirmation de la règle « une action, une voix »<sup>83</sup>. Cette règle, réclamée par les investisseurs institutionnels, serait censée éviter un comportement de retranchement de la part des dirigeants et les coûts d'agence qu'il induit et renouerait avec les principes fondateurs de la société anonyme qui lient le pouvoir à la détention du capital<sup>84</sup>. Elle a déjà reçu un large écho dans les droits

---

<sup>75</sup> Article 17, 2 de la directive précitée.

<sup>76</sup> Article 17, 3 de la directive précitée.

<sup>77</sup> Article 5, 4 de la directive précitée.

<sup>78</sup> Ce droit est subordonné à la détention par le ou les actionnaires demandeurs d'un pourcentage minimum du capital social de l'émetteur qui ne saurait excéder 5% (article 6, 2 de la directive précitée). C'est un seuil inférieur à celui (10%) retenu pour la société européenne (article 56 du Règlement n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne).

<sup>79</sup> Article 6, 2 de la directive précitée.

<sup>80</sup> Article 12 de la directive précitée.

<sup>81</sup> L'article 8, 2 de la directive ne permet de subordonner la participation des actionnaires à l'assemblée générale par voie électronique « qu'aux exigences et aux contraintes qui sont nécessaires à l'identification des actionnaires et à la sécurité de la communication électronique, et uniquement dans la mesure où elles sont proportionnées à la réalisation de ces objectifs ».

<sup>82</sup> Articles 14 de la directive précitée.

<sup>83</sup> C. Koering, La règle « une action, une voix », thèse dact., 2000 ; G. Ferrarini, *One Share – One Vote : A European Rule ?*, janvier 2006, ECGI - Law Working Paper No. 58/2006, <http://ssrn.com/abstract=875620>.

<sup>84</sup> C. Koering, *op. cit.*, spéc. p. 10 et p. 317, qui rattache cette règle au principe capitalistique en vertu duquel la société est dirigée par les détenteurs du capital.

nationaux. En effet, de plus en plus d'Etats européens interdisent les plafonnements des droits de vote ainsi que les droits de vote multiples<sup>85</sup> ; quant aux actions sans droit de vote, elles ne sont autorisées que dans les limites d'un certain pourcentage du capital social<sup>86</sup>. Ces différentes dispositions traduisent l'adoption tacite de la règle « une action, une voix ». La question d'une harmonisation européenne peut donc se poser. La faveur de la Commission pour un contrôle des dirigeants par les actionnaires, sur le modèle de type *shareholder*, peut laisser augurer une proposition favorable à l'affirmation de cette règle, déjà connue outre-atlantique. Cependant, les prétendus bienfaits économiques de cette règle, privée par ailleurs des tempéraments qui l'accompagnent outre-atlantique<sup>87</sup>, sont l'objet de contestations<sup>88</sup> et cette règle pourrait mal s'accorder avec les droits de l'Europe continentale, qui autorisent d'autres structures de dissociation entre le capital et le pouvoir. Son affirmation au niveau communautaire ne paraît dès lors pas opportune et pourrait être utilement remplacée par une simple obligation d'information sur la structure du pouvoir<sup>89</sup>. La Commission devra se prononcer sur cette question après la réalisation d'études sur les conséquences d'une telle règle<sup>90</sup>.

Mais il serait vain de croire que les actionnaires vont tous exercer leurs prérogatives. Certains ne le peuvent pas, d'autres ne le veulent pas. La passivité des actionnaires est un indéniable frein au renforcement du contrôle des dirigeants par les actionnaires. C'est pour remédier à cette situation que les autorités communautaires ont choisi de faciliter le transfert des droits de contrôle des actionnaires.

## B) La transmission des droits de contrôle

**21** - La transmission des droits de contrôle permet de conférer à une tierce personne le pouvoir d'exercer des droits à la place de son titulaire. Elle peut se réaliser grâce à une convention conférant ce pouvoir : la procuration. Ce procédé n'est pas nouveau et est très utilisé, notamment par les banques allemandes qui exercent le vote des actionnaires dont elles

<sup>85</sup> G. Ferrarini, art. préc., spéc. p. 22.

<sup>86</sup> *Ibid.*, loc. cit.

<sup>87</sup> *Ibid.*, spéc. p. 25.

<sup>88</sup> G. Ferrarini, art. préc. ; V. De Beaufort, One share-One vote, le nouveau Saint Graal, Essec Research Center, DR-06019 déc.06; R.B. Adams and D. Ferreira, "One Share, One Vote : The Empirical Evidence", mai 2007, ECGI-Finance Working Paper n° 177/2007, <http://ssrn.com/abstract=987488>; M.C. Burkart and S. Lee, "The One Share-One Vote Debate : A Theoretical Perspective", mai 2007, ECGI-Finance Working Paper n° 176/2007; "Une action = une voix", Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?, Rapport présenté par D. Norguet le 24 mai 2007, <http://ssrn.com/abstract=987486>.

<sup>89</sup> *Ibid.*, spéc. p. 26.

<http://www.etudes.cci.fr/archrap/pdf07/uneaction=unevoix-nor0705.pdf>

<sup>90</sup> Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer, préc., spéc. p. 16.

gèrent le compte<sup>91</sup>. Le fait que ce soit l'intermédiaire qui exerce le droit de vote n'est pas choquant, surtout si l'actionnaire est étranger. « Il est naturel que l'investisseur en actions des sociétés étrangères s'adresse à un professionnel spécialisé pour conserver et gérer ses titres. L'éloignement, l'impossibilité d'accomplir soi-même les formalités nécessaires, ou d'assimiler la législation locale étrangère, justifient ce recours qui est au demeurant usuel dans les pays distributeurs de capitaux à investir »<sup>92</sup>.

**22** - La Commission européenne, qui a déjà consacré ce transfert de l'exercice du droit de vote dans la directive Transparence<sup>93</sup>, entend le libéraliser en permettant à toute personne dotée de la capacité juridique de recevoir une telle procuration<sup>94</sup>. Autrement dit, il ne serait plus nécessaire d'avoir la qualité d'actionnaire pour recevoir une procuration et donc pour siéger au sein de l'assemblée générale. C'est déjà la situation « en Grande-Bretagne, où n'importe qui – même non actionnaire – peut représenter un actionnaire, pour une assemblée ou pour toutes les assemblées (cf. not. art. 209-2 de la loi anglaise sur les sociétés) »<sup>95</sup>.

**23** - Cette libéralisation bouleverse les traditions juridiques de certains Etats et notamment de la France<sup>96</sup>. En consacrant l'intrusion d'un tiers dans ce lieu sacro-saint qu'est l'assemblée générale, elle fait perdre à l'actionnaire une prérogative (la participation à l'assemblée) qui lui était antérieurement réservée. De plus, cette libéralisation porte le risque de voir se développer des sociétés spécialisées dans la récolte des procurations<sup>97</sup> (les *proxy holder*), comme cela se fait aux Etats-Unis. Toutefois, différentes dispositions sont destinées à en limiter les abus. Ainsi, les législations nationales peuvent limiter le nombre de personnes susceptibles d'être désignées comme mandataires par un actionnaire<sup>98</sup>. Elles peuvent également « obliger le mandataire à révéler l'existence de possibles conflits d'intérêts afin que le mandant sache dans quelle mesure il prend un risque en déléguant son droit »<sup>99</sup>. De plus, les législations nationales peuvent interdire ou « restreindre l'exercice par les mandataires du

<sup>91</sup> V. de Beaufort, *op. cit.*, spéc. p. 68.

<sup>92</sup> J.-P. Valuet, L'identification des actionnaires des sociétés cotées, Le rapport du groupe de travail réuni à l'ANSA, Rev. sociétés 1996, p. 707 et s., spéc. p. 727.

<sup>93</sup> Article 17, 2 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

<sup>94</sup> Article 10, 1 de la proposition de directive précitée.

<sup>95</sup> J.-P. Valuet, art. préc., spéc. p. 716.

<sup>96</sup> Il en est semble-t-il de même en Lituanie et en Slovaquie (V. de Beaufort, *op. cit.*, spéc. p. 548 et p. 658).

<sup>97</sup> Proposition de directive sur l'exercice des droits de vote des actionnaires, Réactions de la CCIP, Rapport Kling du 4 mai 2006, <http://www.etudes.ccip.fr/archrap/rap06/kli0605.htm>, spéc. p. 28.

<sup>98</sup> Article 10, 2 de la directive précitée ; F. Autret, Droit de vote en Europe, la libéralisation aménagée, L'Agefi hebdo du 26 octobre au 1<sup>er</sup> novembre 2006, p. 18.

<sup>99</sup> F. Autret, *ibid.*, *loc. cit.* ; article 10, 2 de la directive précitée..

droit de vote qui leur est confié lorsqu'ils ne disposent pas d'instructions précises sur chaque résolution »<sup>100</sup>.

**24** - Néanmoins, en dépit de ces restrictions, la proposition de directive communautaire renforce la position de l'industrie du vote par procuration. Le renforcement des droits des actionnaires tend ainsi à dissimuler, en fait, un renforcement des prérogatives des intermédiaires professionnels. Il s'agit là d'une « rupture dans l'approche continentale de la gouvernance des entreprises. Certes, elle consolide le pouvoir des actionnaires mais, en France notamment, cette évolution est déjà ancienne. Surtout, elle renforce la position des multiples intermédiaires du marché des titres : sociétés financières, brokers, banques, etc. Sans parler de l'industrie du vote par procuration »<sup>101</sup>. Ces intermédiaires pourraient dès lors devenir les interlocuteurs privilégiés de l'entreprise, au détriment des actionnaires véritables. Le prétendu avènement de la démocratie actionnariale se présenterait alors plutôt comme un "putsch" des intermédiaires professionnels et les actionnaires se verraient privés de leur position d'interlocuteurs privilégiés de l'entreprise. On assisterait dès lors à un déplacement du pouvoir de décision des investisseurs vers les gestionnaires<sup>102</sup>. Cette orientation pourrait *in fine* conduire à « glisser de la définition légaliste continentale de l'actionnaire ultime vers la situation qui prévaut au Royaume-Uni, où l'actionnaire légal est celui qui conserve le titre et non celui qui l'a acheté »<sup>103</sup>. C'est effectivement ce qu'avait proposé de façon audacieuse la Commission européenne, alors pourtant qu'initialement elle entendait promouvoir l'identification du « *beneficial owner* », c'est-à-dire de celui qui a investi dans la société. Mais elle s'est heurtée aux difficultés d'identification de celui-ci, particulièrement lorsqu'il y a une succession d'intermédiaires, notamment étrangers<sup>104</sup>. Il est en effet indéniable que l'organisation de l'industrie de la gestion collective crée une séparation entre l'investisseur et la société dans laquelle il investit. Renonçant à percer cette barrière, la Commission envisageait de reconnaître la qualité d'actionnaire, non seulement au détenteur d'actions pour son propre compte, mais aussi au détenteur pour le compte de tiers<sup>105</sup>. Cette option, manifestement inspirée du « *securities entitlement* » américain, aurait créé une rupture majeure dans l'analyse juridique en rompant le lien entre l'investissement (l'apport) et la

---

<sup>100</sup> *ibid.*, *loc. cit.*

<sup>101</sup> F. Autret, art. préc.

<sup>102</sup> J.-J. Daigre, Du droit de vote dans les sociétés cotées, Rev. dr. banc. juillet-août 2006, p. 1 et s., spéc. p. 2.

<sup>103</sup> F. Autret, art. préc., spéc. p. 19.

<sup>104</sup> J.-P. Valuet, art. préc. ; A. Couret, Actionnaires non résidents et détention de titres sur des places étrangères : la question de l'identification de l'actionnaire réel, Dr. et patrimoine mai 2000, p. 103 et s. ; F. Barrière, L'intermédiaire d'actions, Bull. July 2003, p. 513 et s. ; Ch. Arsouze et P. Ledoux, Le vote des actionnaires non-résidents, Bull. July 2004, p. 1066 et s.

<sup>105</sup> Article 2 de la Proposition de directive préc.

qualité d'actionnaire<sup>106</sup> et a finalement été abandonnée au profit d'une détermination de la qualité d'actionnaire par chaque Etat<sup>107</sup>. Cette tentative de la Commission ne saurait mieux illustrer la politique européenne résolument favorable aux intermédiaires professionnels.

Annabel QUIN

Maître de conférences en droit privé et sciences criminelles

Université de Bretagne-Sud

Université Européenne de Bretagne

---

<sup>106</sup> Proposition de directive sur l'exercice des droits de vote des actionnaires, Réactions de la CCIP, Rapport Kling préc., spéc. p. 11; B. Lecourt, art. préc., spéc. p. 923.

<sup>107</sup> B. Lecourt, art. préc., spéc. p. 924.