

# Un contrat de société sans contrat d'investissement ?

## Les interrogations des actionnaires minoritaires sur le droit des sociétés

*Dialogue avec Colette NEUVILLE*

Par Rachelle BELINGA  
et Blanche SEGRESTIN  
Mines ParisTech

Depuis qu'elle a créé l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM), en 1991, Colette Neuville est un témoin privilégié des interactions entre les actionnaires et les directions d'entreprise et elle n'a cessé d'œuvrer pour faire évoluer la gouvernance. Au-delà de la défense des actionnaires, son engagement vise à dénoncer le rôle que peuvent jouer les actionnaires majoritaires : ces actionnaires peuvent ne plus avoir d'autres qualités de l'associé que celle de détenir le droit de vote, et pourtant ils peuvent contrôler le capital d'une société et son administration. Avec cet angle d'analyse original de l'actionnaire minoritaire, Colette Neuville soulève des questions radicales : est-il légitime qu'un investisseur dispose d'une majorité des droits de vote et contrôle la société sans toutefois viser l'intérêt de l'entreprise à terme ? Ne faut-il pas lier risque, responsabilité et profit ? Et y a-t-il toujours un contrat de société entre les associés, quand il n'y a plus d'intérêt commun entre eux ?

La règle, dans les sociétés anonymes, est que les décisions sont prises à la majorité des actionnaires en assemblée générale. De ce fait, les actionnaires qui disposent d'une majorité peuvent *de facto* « contrôler » les sociétés. En nommant les administrateurs, ils sont par exemple en mesure d'influencer les choix de gestion. Or, rien ne dit que leur intérêt coïncide avec celui de la société et des autres actionnaires. Cela pose un problème bien connu de la gouvernance qui a historiquement nourri le concept de « démocratie actionariale » (ANABTAWI et STOUT, 2008 ; DEMOTT, 1999) : comment éviter que les actionnaires majoritaires exercent leur droit de contrôle dans leur intérêt plutôt que dans l'intérêt général ? Un actionnaire de contrôle est-il par exemple légitime à encourager le rachat de l'entreprise par une autre dans laquelle il aurait un intérêt (CARNEY, 1980 ; LAMOREAUX et ROSENTHA, 2006) ? Ces questions ont donné lieu à une réglementation abondante. Par exemple, aux États-Unis, les actionnaires en position de contrôle d'une société peuvent avoir les mêmes obligations « fiduciaires » à l'égard de la société

que les dirigeants (devoir de loyauté, par exemple) (ANABTAWI et STOUT, 2008 ; DEMOTT, 1999). Le niveau de protection des actionnaires minoritaires est ainsi devenu un critère de différenciation important pour l'analyse économique du droit (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER et VISHNY, 2000, 2002).

L'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM), fondée par Colette Neuville, vise à défendre les actionnaires minoritaires et à leur permettre d'exercer des formes de contre-pouvoir face aux actionnaires majoritaires. Pionnière en France de la défense des actionnaires minoritaires, Colette Neuville nous donne ici un éclairage particulièrement critique sur les transformations que l'actionnariat a connues ces dernières années. Ce faisant, elle pointe des problèmes de gouvernance des entreprises, fondamentaux bien que rarement mis en avant :

- d'une part, Neuville dénonce le fait que le droit de contrôle et d'influence sur l'entreprise soit lié à la détention d'un titre, mais ne suppose ni engagement

ni responsabilité à l'égard de l'entreprise. Elle défend ainsi une conception originale de l'actionnariat, selon laquelle les actionnaires, en tant que partenaires de l'entreprise, devraient avoir des responsabilités à l'égard de l'entreprise cohérentes avec leurs droits.

- d'autre part, son combat en faveur des actionnaires minoritaires met en évidence la fragilité du contrat de société qui ne repose en réalité ni sur un intérêt commun des associés ni sur un projet commun. Sa proposition de « contrat d'investissement » permet de poser la question du contrôle dans les sociétés sous un angle neuf et pourrait ouvrir des perspectives nouvelles pour l'engagement actionnarial et l'investissement responsable.

**Vous avez créé l'Association de défense des actionnaires minoritaires (l'ADAM) en 1991. À cette époque, les fonds de pension américains arrivaient en France, notamment à l'occasion d'une vague de privatisations importantes. Comment conceviez-vous alors la gouvernance et quel rôle y jouaient, selon vous, les actionnaires minoritaires ?**

La gouvernance – ou le gouvernement d'entreprise, comme on la dénomme en France – renvoie à l'organisation et aux modalités d'exercice du pouvoir. Elle vise à ce que le pouvoir soit exercé de manière légitime et efficace, ce qui implique nécessairement l'existence de contre-pouvoirs. Les principes et les instruments de la gouvernance vont nécessairement dépendre des contextes, des marchés et des réglementations dans lesquels l'entreprise évolue. Mais, dans une économie libérale, l'enjeu est toujours de résoudre les tensions qui peuvent se créer entre les intérêts particuliers et l'intérêt général. C'est le rôle du cadre institutionnel. Dans la recherche du profit, il y a souvent divergence entre les intérêts des différentes parties prenantes et, surtout, entre le court terme et le long terme. Dans un premier temps, la gouvernance se limitait aux relations de pouvoir entre dirigeants et actionnaires, et donc aux règles de fonctionnement internes aux sociétés. Depuis quelques années, elle se préoccupe aussi d'intégrer, au moins partiellement, les coûts externes : il s'agit de prendre en compte, dans la gestion de l'entreprise, ses impacts sur l'environnement, sur l'emploi, la sécurité et la santé des employés et sur les sous-traitants, et toutes sortes de conséquences de l'activité qui relèvent de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). La loi intervient ainsi pour encadrer l'activité des entreprises et tenter de faire en sorte que la poursuite des intérêts particuliers concoure à l'intérêt général : ce cadre institutionnel comprend notamment le droit du travail, le droit de l'environnement, la fiscalité et la réglementation bancaire. Et si certaines entreprises mondialisées essaient de s'y soustraire en délocalisant par exemple leurs activités, c'est toujours au prix d'une augmentation des risques.

**De manière très singulière, en tant que défenseur des actionnaires minoritaires, vous contestez moins les dirigeants d'entreprise que les actionnaires majoritaires. Pourquoi ?**

D'abord, ce n'est pas systématique, car dans les sociétés au capital très éclaté, le pouvoir est exercé par des mandataires désignés par des majorités disparates. En revanche, dans les sociétés où il y a un (ou des) actionnaire(s) majoritaire(s), ou à tout le moins un actionnaire de référence, c'est lui qui nomme les administrateurs, et donc, indirectement, les dirigeants. Or, certains actionnaires, de par leur profil, leur activité ou leur situation financière, peuvent exercer une influence néfaste sur l'entreprise. Ils peuvent induire, voire imposer des stratégies financières ou industrielles trop risquées pour l'entreprise. Si les rapports annuels des sociétés font systématiquement état d'une étude des risques, il est frappant de constater à quel point certains risques, bien que majeurs, sont sous-estimés de manière à maximiser les profits à court terme.

C'est le cas, par exemple, des risques liés au financement. Aux États-Unis, 25 % des entreprises sont financées par les banques, tandis que les 75 % restants sont financés par des fonds propres. En Europe et en France surtout, ce serait plutôt l'inverse : les entreprises se financent très largement par la dette. Quand les taux d'intérêt sont bas, cette stratégie est avantageuse, car elle permet de bénéficier d'un effet de levier. Mais elles supposent que les hypothèses du *business plan* se réalisent et permettent de dégager en temps utile les *cash-flows* nécessaires au remboursement de la dette et au paiement de ses intérêts. Or, si le montant de la dette est certain, celui des *cash-flows* est incertain : il suffit que la conjoncture se retourne pour que les entreprises ne soient plus en mesure d'honorer leurs dettes et se retrouvent en difficulté, entraînant dans ces difficultés les autres actionnaires et tous leurs partenaires, à commencer leurs salariés, ainsi que leurs fournisseurs et sous-traitants.

Le risque est encore plus important lorsqu'à l'endettement de l'entreprise s'ajoute l'endettement des actionnaires dirigeants. Le cas de Solocal (anciennement Pages Jaunes) est exemplaire : l'entreprise s'était endettée pour pouvoir réaliser un certain nombre d'investissements, mais la situation est devenue préoccupante lorsqu'elle a été reprise par des fonds qui se sont endettés pour l'acquérir (KKR et Goldman Sachs). Du coup, pour rembourser leur propre dette, ces actionnaires ont fait distribuer par la société des dividendes très importants, ce qui l'a empêchée de rembourser sa propre dette et d'investir. Au bout de quelques années, mise en grande difficulté, l'entreprise a été obligée de restructurer sa dette. Les fonds ont été remplacés par d'autres investisseurs, mais cette première restructuration n'a pas suffi, il a fallu procéder à une seconde recapitalisation, d'où la colère des actionnaires minoritaires qui se sont trouvés dilués sauf à « remettre au pot ». À la lumière de cette expérience, qui n'est malheureusement pas unique, j'ai réclamé, sans succès jusqu'à maintenant, que les actionnaires de contrôle aient l'obligation de révéler à la société et aux autres actionnaires les modalités et les échéances de leurs dettes, *a fortiori* si elles sont nanties par des titres de la société – ce qui fait courir le risque d'un changement de contrôle, comme on le verra plus loin avec le cas de Gecina.

Plus généralement, il faut souligner combien la quête d'une rentabilité financière élevée et rapide impose des stratégies de réduction des coûts et des modes de fonctionnement à flux tendus qui sont excessivement risqués pour les entreprises. Les *cost-killers* peuvent accroître rapidement le retour sur fonds propres par une gestion à flux tendus de tous les facteurs de production. Mais, quand la trésorerie est gérée à flux tendus, les besoins en fonds de roulement doivent être assurés par le crédit bancaire. L'entreprise est alors très exposée en cas de crise bancaire ou de restriction des crédits (ce qui fut le cas pendant la crise de 2008). Cela vaut également pour la gestion des stocks : le capital immobilisé est moindre et donc sa rentabilité supérieure si l'on supprime les stocks de matières premières ou de produits finis. Mais lorsqu'il y a rupture d'approvisionnement ou difficultés de livraison pour cause de grèves (comme lors de la longue grève de 1995), survenance de risques climatiques ou autres (comme ce fut le cas lors du tsunami au Japon, des inondations au Vietnam ou encore du Printemps arabe), l'entreprise n'a alors plus aucune marge de manœuvre. C'est ainsi qu'il y a quelques années, un simple problème informatique chez un producteur de vis a mis des usines Peugeot en chômage technique durant pour plusieurs jours ! De la même manière, les stratégies de sous-traitance ou de délocalisation peuvent permettre d'accroître la rentabilité. Mais elles induisent des risques sur la qualité des produits, les délais de livraison, etc. L'évaluation du couple rentabilité-risque s'en trouve déséquilibrée et l'entreprise excessivement exposée aux risques pour augmenter la profitabilité immédiate.

### **Les actionnaires minoritaires que vous défendez auraient-ils des attentes moindres en termes de rentabilité ? Ne doit-on pas s'attendre à ce que, en tant qu'actionnaires, ils poussent eux-mêmes aux stratégies les plus profitables ?**

Il est vrai que les actionnaires que j'appellerai « industriels », c'est-à-dire qui investissent dans le but d'accompagner l'entreprise dans son développement, sont devenus rares. Ils sont relativement beaucoup moins nombreux que les actionnaires que j'appelle « financiers ». La plus grande part du capital des sociétés est aujourd'hui détenue par des gérants de portefeuilles, dont l'objectif n'est pas d'être des partenaires de l'entreprise, mais d'offrir à leurs clients une meilleure rentabilité financière que leurs concurrents. Ils ont totalement perdu de vue *l'objet du contrat de société* par lequel des partenaires mettent en commun du capital (ou leur industrie, c'est-à-dire du travail) dans une entreprise en vue d'en partager les bénéfices. La généralisation de la gestion collective de l'épargne et la financiarisation de l'actionnariat qui en résulte ont accéléré la financiarisation de l'économie et sa focalisation sur une maximisation de la rentabilité à court terme. Elle a aussi largement contribué à rompre la chaîne de pouvoirs et de responsabilités entre les propriétaires du capital et les conseils d'administration, puisque les gérants de portefeuilles auxquels les épargnants confient leurs fonds ont interdiction d'entrer dans les conseils d'administration.

### **Peut-on parler d'irresponsabilité de la part des actionnaires au regard du devenir des entreprises ?**

Certainement pas. Il ne faut surtout pas généraliser, d'autant qu'avec l'allongement de la durée de vie des populations et les limites des politiques de solidarité, on assiste à la montée en puissance des fonds dont l'objectif est de servir des pensions ou des rentes à leurs clients. On a ainsi affaire à des catégories d'actionnaires très différenciées. Et les actionnaires les plus « responsables » ne sont pas forcément ceux que l'on croit. Parmi les actionnaires institutionnels qui ont émergé ces dernières décennies, il faut distinguer plusieurs catégories :

- Les fonds de pension, qui sont évalués à la rente qu'ils sont capables de faire remonter aux retraités qui sont leurs clients et dont ils gèrent les intérêts. Ils ont clairement des objectifs de long terme, mais choisissent souvent la gestion « passive ».
- Les fonds souverains : ce sont des fonds qui viennent souvent des pays pétroliers comme le Qatar ou la Norvège, formés à partir des plus-values dégagées par le pétrole pour investir dans des pays étrangers et penser l'après-pétrole. Ces fonds-là ont également par destination une perspective de long terme.
- Les *hedge funds* : ces fonds sont souvent considérés comme des fonds spéculatifs exploitant toutes les situations susceptibles de dégager rapidement d'importantes plus-values, quelles qu'en soient les conséquences pour les entreprises après leur départ. En réalité, certains d'entre eux sont des actionnaires très avisés, qui peuvent avoir des horizons de plusieurs années et dont l'intervention peut se révéler très bénéfique dans les entreprises mal gérées qu'ils entreprennent de redresser. Il m'arrive régulièrement de travailler avec de tels *hedge funds*, « activistes » au bon sens du terme.
- Les fonds communs de placement des actionnaires salariés : les salariés détiennent une participation non négligeable du capital de certaines sociétés (Bouygues, Thalès, Société générale, par exemple). Mais leur influence reste limitée dans la mesure où les droits attachés à leurs actions restent largement inexercés. Cela tient à deux raisons : d'abord, les salariés sont en situation de dépendance par rapport aux dirigeants, ce qui ne les prédispose pas à exercer une fonction de contre-pouvoir ; ensuite, leurs actions sont placées dans des organismes de placement collectif, dont les conseils de surveillance ne sont que partiellement élus par les salariés.
- Restent les Sicav et les fonds communs de placement : leurs comportements diffèrent d'abord en fonction de leur appartenance, ou non, à des réseaux bancaires ou d'assurances. Dans le premier cas, leur indépendance est limitée par leurs conflits d'intérêts : on ne les voit quasiment jamais défendre les minoritaires. Leur comportement est aussi fonction de la taille des entreprises dans lesquelles ils investissent. S'il s'agit de petites ou moyennes capitalisations (*small-caps* ou *midcaps*) dont la liquidité est très réduite, les participations sont prises pour une durée assez longue

et les gérants exercent activement leur rôle d'actionnaires. En revanche, s'il s'agit des grandes capitalisations jouissant d'une grande liquidité, et dans la mesure où les OPCVM sont évalués au jour le jour, les gérants sont plus préoccupés par l'arbitrage entre valeurs que par le devenir sur le long terme de telle ou telle entreprise.

### **En pratique, comment se comportent ces gérants d'actifs vis-à-vis des entreprises ?**

Pour beaucoup d'entre eux, il n'y a pas de véritable enjeu, hormis celui de l'éventuelle mise en cause de leur responsabilité, à participer à la gouvernance, pas plus qu'à exercer leurs droits de vote. Au contraire, le vote s'avère coûteux. Ils peuvent avoir dans leur portefeuille 40, 80, voire 150 sociétés différentes, qui toutes tiendront leur assemblée générale au cours de la même période. Comment suivre l'information donnée simultanément par toutes ces sociétés et se forger une opinion sur les résolutions présentées ?

C'est pourquoi, jusqu'aux années 1990-2000, ils s'abstenaient purement et simplement de voter. L'abstention s'était tellement répandue qu'il devenait difficile d'obtenir un quorum. Les assemblées devaient se tenir en deuxième convocation. C'est pourquoi la loi a fini par rendre le vote des institutionnels obligatoire.

Cette obligation a fait naître un autre problème : étant dans l'incapacité de se former un avis pour voter, les investisseurs s'en remettent à des agences de conseil en vote (*proxy advisors*), dont les avis sont généralement très suivis. *Le pouvoir attaché aux actions se trouve alors externalisé au profit d'acteurs qui n'ont aucune légitimité pour le faire*, puisque ces *proxys advisors* ne supportent pas les risques de l'investissement et n'ont aucune responsabilité à l'égard de la société et de ses actionnaires ! Or, ces agences ne sont pas astreintes à une véritable transparence. Quels intérêts servent-elles ? Et à qui rendent-elles des comptes ? Aujourd'hui, deux agences sont en situation de quasi-duopole, ISS et Glass Lewis. Leur politique de vote et leurs recommandations s'imposent de fait aux grandes entreprises mondiales, leur conférant ainsi un pouvoir supranational. Pouvoir qui n'est absolument pas encadré.

### **À vous suivre, ceux qui exerceraient le droit de vote n'auraient en réalité plus de l'actionnaire que le titre : ils exerceraient une influence déterminante sur la gestion, mais ils n'assumeraient ni la responsabilité ni les risques afférents ?**

Effectivement. C'est l'un des effets de la généralisation de la gestion collective de l'épargne qui a produit ce que j'appelle le « capitalisme par délégation » : les actionnaires ne sont pas les propriétaires *in fine* du capital investi mais les organismes auxquels la gestion a été confiée, et dont les intérêts ne sont pas forcément alignés sur ceux des épargnants qui ont apporté les fonds. De même, comme l'avait mis en lumière la théorie des « coûts d'agence », l'intérêt des

« managers » n'était pas forcément aligné sur celui des actionnaires. Ainsi le capitalisme par délégation multiplie-t-il les coûts d'agence aux différents maillons de la chaîne des pouvoirs et des responsabilités.

Il peut même y avoir un maillon supplémentaire lorsque les actions gérées n'ont pas été acquises, mais seulement empruntées. Pendant la durée du prêt, l'emprunteur a les mêmes droits que le propriétaire : il a l'*usus* du titre, c'est-à-dire qu'il bénéficie des droits politiques qui y sont attachés, notamment du droit de vote ; il a aussi le *fructus*, c'est-à-dire qu'il perçoit les dividendes ; il a même l'*abusus*, ce qui signifie qu'il peut vendre les titres empruntés, à charge pour lui de restituer la même quantité de titres au prêteur à l'échéance du prêt. C'est ainsi, par exemple, que, contrairement à certaines déclarations du ministre de l'époque, l'État n'a pas investi dans Alstom. Il a emprunté à Bouygues une participation de 20 % du capital, de manière à pouvoir exercer une influence déterminante dans l'entreprise sans avoir à débours le moindre euro et sans courir le moindre risque patrimonial. L'emprunt de titres permet à l'emprunteur d'exercer du pouvoir sans mobiliser de capitaux et sans courir les risques correspondants. Du côté du prêteur, c'est une pratique rémunératrice, fréquemment utilisée par les grandes gestions qui y voient le moyen d'augmenter leur rentabilité tout en esquivant les frais liés à l'exercice du droit de vote, quand ce n'est pas à la fiscalité du dividende. Si elle est profitable pour l'emprunteur comme pour le prêteur, cette pratique n'est pas conforme à l'intérêt général, car elle est incompatible avec le bon fonctionnement du capitalisme, comme toutes celles qui rompent le lien nécessaire entre pouvoir, responsabilité, profit et risque. Elle est néanmoins légale jusqu'à maintenant à condition toutefois de respecter les règles du « prêt de consommation », ce qui, selon l'ADAM, n'était pas le cas du contrat conclu entre Bouygues et l'État : en effet, ce contrat prévoyait que Bouygues prêtait ses titres à titre gratuit et conservait les dividendes et la liberté de vendre ses actions. C'est pourquoi l'ADAM a porté l'affaire devant le tribunal de commerce. Celui-ci a débouté l'ADAM, déclarant sa demande irrecevable au motif que l'action en justice avait été introduite avant que les autorités de la concurrence aient autorisé l'opération. L'ADAM a fait appel de cette décision, mais la procédure s'est arrêtée avant d'être plaidée, car dans l'entre-temps deux événements sont intervenus : d'abord, les autorités de la concurrence ont rendu un avis favorable, si bien qu'il n'y avait plus de motif d'irrecevabilité ; d'autre part, Bouygues et l'État ont modifié leur convention 15 jours avant l'audience d'appel pour la rendre conforme au contrat de prêt de titres.

Ces pratiques sont graves dans la mesure où elles permettent à des personnes – qui n'en assument aucune des conséquences – de peser sur les décisions de l'entreprise et de faire courir des risques à la société, ses actionnaires et ses parties prenantes, notamment ses salariés. L'exercice du droit de vote avec des actions empruntées apparaît ainsi totalement illégitime.

## **Dans ces conditions, quelles sont les voies possibles pour restaurer un contrôle légitime ? Faut-il défendre les actionnaires comme vous le faites, alors même que vous constatez qu'ils n'assument plus nécessairement les risques et qu'ils ne sont pas forcément responsables vis-à-vis de l'entreprise ?**

L'un des objectifs de l'ADAM est de dénoncer les dysfonctionnements et de faire évoluer les règles du droit et les pratiques de gouvernance. Défendre les actionnaires minoritaires est une manière de contester les pratiques irresponsables ou déloyales de certains actionnaires et de faire évoluer le droit, la jurisprudence et la doctrine.

### **Comment procédez-vous, concrètement ?**

Il faut partir du principe que tout ce qui n'est pas interdit est autorisé. Il faut donc s'appuyer sur le droit des sociétés, le droit boursier et... avoir beaucoup d'imagination ! C'est un travail à la fois passionnant et ingrat, car les actionnaires sont difficiles à mobiliser et sont souvent paralysés par des conflits d'intérêts.

Pour vous donner un aperçu des difficultés que l'on rencontre, je prendrai le cas d'un dépôt de résolution pour, par exemple, proposer la nomination d'un administrateur : pour déposer une résolution et ensuite la faire approuver, il faut obtenir le soutien d'autres actionnaires. Or, pour pouvoir faire campagne auprès des autres actionnaires, il faudrait déjà les connaître ! Or, à la différence des dirigeants qui peuvent faire pratiquer des recherches auprès des intermédiaires pour les identifier (procédure du TPI « titres au porteur identifiés »), les actionnaires n'ont accès qu'à la liste des actionnaires inscrits au nominatif et aux feuilles de présence (qui, par hypothèse, ne comprennent que les actionnaires ayant participé aux trois précédentes assemblées générales). Par ailleurs, les noms qui figurent sur ces listes sont souvent ceux des dépositaires et non pas des propriétaires des titres. C'est une difficulté majeure dans ce que l'on peut appeler « les campagnes électorales » pré-assemblées, à tel point qu'il existe des entreprises qui proposent un service – payant bien sûr – de recherche des actionnaires des principales sociétés cotées pour en identifier des pourcentages significatifs.

Deuxième difficulté, les gérants de portefeuilles ne sont pas forcément enclins à soutenir les résolutions que nous préparons, si elles ne correspondent pas aux recommandations des agences de vote : c'est ainsi que celles-ci préconisent de voter contre le renouvellement du mandat d'administrateur des présidents du conseil d'administration s'ils assurent en même temps la fonction de directeur général. Or, si la séparation des pouvoirs est en principe une bonne pratique, il peut être de l'intérêt de la société (au moins temporairement) de ne pas dissocier les fonctions de son PDG (ce fut le cas pour Veolia, il y a quelques années).

Une troisième difficulté réside dans le fait qu'aujourd'hui, dans la plupart des sociétés de gestion, le gérant n'assume pas lui-même le vote.

Celui-ci est réservé aux équipes spécialisées dans la gouvernance. Les décisions de vote sont donc prises en fonction de règles générales de gouvernance et non en fonction des objectifs de rentabilité adaptés aux caractéristiques de la société. Il y a ainsi une dichotomie entre la gestion des investissements et les décisions de vote. Par exemple, les agences de conseil en vote recommandent un certain pourcentage d'administrateurs indépendants. Mais elles ne considèrent pas comme indépendants des administrateurs présentés par des actionnaires, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires. Ainsi, elles ne m'ont pas considérée comme étant moi-même indépendante au motif que ma candidature était présentée par des actionnaires minoritaires. Ces règles de gouvernance purement formelles ne correspondent pas toujours aux intérêts de l'entreprise. Quand J.-M. Messier était le PDG de Vivendi, son conseil d'administration respectait formellement toutes les règles de gouvernance, mais son mandat n'en fut pas moins catastrophique au plan des résultats. Quand on achète une action, on n'achète pas de la gouvernance, mais un espoir de rentabilité future.

### **Et sur le fond, de quels éléments disposent les actionnaires (minoritaires) pour contester les choix de gestion d'une entreprise ou le comportement de ses actionnaires majoritaires ?**

Pour réunir une coalition d'actionnaires et les mobiliser, il faut plaider sa cause dans les médias, il faut donc commencer par bien connaître le dossier. Avec les progrès de la transparence, de nombreux documents sont mis à la disposition du public, mais la vigilance s'impose sur la qualité de l'information disponible. Selon la réglementation, elle doit certes être « exacte, précise et sincère » sous peine de sanction. Mais ce n'est pas toujours le cas, et il appartient aux actionnaires de saisir l'AMF, voire la justice pénale, en cas de doute. Il faut savoir que le visa de l'AMF apposé sur un document (document de référence ou prospectus d'introduction en bourse ou d'autres opérations financières) ne signifie pas que l'exactitude des informations contenues a été vérifiée, mais seulement que ces informations répondent à l'exigence des « 3C » (cohérence, complétude et compréhensibilité). La consultation de ces documents, de plusieurs dizaines, voire centaines de pages, est un travail assez rébarbatif qui exige du temps, mais il constitue une source très précieuse d'informations ! Une difficulté supplémentaire se présente lorsqu'ils sont rédigés en anglais. Si l'on veut les faire valoir auprès des juges, il faut fournir des traductions certifiées, ce qui représente des frais importants et s'avère difficile dans la mesure où les notions juridiques ne sont pas toujours équivalentes.

À côté des informations que la réglementation impose aux entreprises de délivrer, les actionnaires ont la possibilité d'interroger les sociétés pour compléter les informations disponibles. C'est ainsi que, lors des assemblées générales (AG), les actionnaires peuvent

poser des questions dès lors qu'elles se rapportent à l'ordre du jour. La société n'est pas tenue de répondre aux questions qui ne s'y rapportent pas, notamment à celles qui relèvent des relations avec la clientèle. La séance de questions-réponses a en effet pour objet de compléter l'information des actionnaires avant le vote. C'est ainsi que toutes les questions relatives aux comptes, à la stratégie, etc., peuvent être posées oralement ou par écrit (alors 4 jours avant l'AG). Les réponses aux questions écrites sont obligatoires et sont consignées au procès-verbal. Elles sont faites sous la responsabilité du conseil d'administration.

Par ailleurs, il n'est pas interdit aux actionnaires d'adresser des observations, voire des questions aux sociétés en dehors des AG. Il n'est pas interdit non plus de demander à rencontrer les dirigeants et/ou des administrateurs pour discuter avec eux de la stratégie, de la gouvernance ou de tout autre sujet. Ces demandes peuvent être, ou non, bien accueillies, mais le dialogue « émetteur-investisseur » demeure peu répandu en dehors des *road-shows* organisés à l'occasion de la présentation des résultats. Il faut reconnaître qu'il soulève des problèmes délicats, d'une part, quant à la nature des informations (privilégiées ou non) qui pourraient être abordées, d'autre part, quant à la responsabilité individuelle des administrateurs dans des conseils d'administration qui fonctionnent sur le mode collégial.

Les actionnaires minoritaires ont par ailleurs la possibilité de demander une expertise de gestion, dite « de minorité ». Cela suppose de réunir au minimum 5 % des actionnaires, ce qui n'est pas facile, car le capital des grandes entreprises est composé de millions d'actions et la plupart des fonds en détiennent moins de 1 %. On en revient donc à la question de la coalition pertinente pour agir.

### Quelles règles de droit aimeriez-vous changer ? Ou que proposez-vous pour que les actionnaires soient plus responsables à terme ?

Une observation préalable s'impose : ce sont moins les outils à la disposition des minoritaires qui manquent que leur propension à les utiliser. Ils sont peu nombreux à le faire et l'activisme actionnarial a une connotation péjorative.

Ceci dit, s'il s'agit de *favoriser la convergence des droits et obligations des différents partenaires de l'entreprise vers l'intérêt de celle-ci*, plusieurs réformes pourraient être envisagées pour resserrer les liens entre pouvoir, risque et responsabilité.

D'abord, concernant les conditions à remplir pour bénéficier des droits politiques de l'actionnaire, en particulier du droit de vote, il n'est pas normal qu'un actionnaire qui s'engage et prend des risques sur le long terme n'ait pas plus de pouvoir que celui qui ne fait que passer : nous avons déjà les droits de vote doubles ; on pourrait aller plus loin et prévoir des actions à droits de vote multiples, en fonction de la durée de détention – ou mieux, de la durée d'engagement. En sens inverse, on pourrait exiger une durée

minimale de détention pour disposer du droit de vote : il n'est pas normal que des actionnaires qui détiennent leurs titres pour des courtes périodes ou qui ne sont pas exposés à un risque économique disposent du pouvoir de peser sur les décisions de la société : c'est le cas, par exemple, des emprunteurs de titres, du *trading* à haute fréquence ou des gérants « passifs » qui achètent et vendent des titres au gré des variations des indices auxquels ils sont corrélés.

Ensuite, s'agissant des salariés, il serait souhaitable qu'ils disposent d'un pouvoir à la mesure du rôle de partenaires à long terme de l'entreprise qui est le leur et des risques auxquels ils sont exposés dans un environnement économique en pleine mutation : leur représentation au conseil d'administration est certes prévue par la loi, mais en quantité insuffisante pour qu'ils puissent peser de manière significative sur la gestion et la stratégie de l'entreprise. Quant aux actionnaires salariés, leur problème est celui de leur droit de vote dans les assemblées : il est le plus souvent exercé selon les instructions données par le conseil de surveillance du fonds commun de placement, qui est en général composé d'une moitié de représentants de la société...

Enfin, il y a un domaine où une évolution est en marche, à savoir la contractualisation du droit des sociétés, et dans lequel il y a place pour un élargissement de ce qu'en son temps la COB (Commission des opérations de bourse) avait qualifié de « contrat investissement ».

L'existence implicite d'un tel contrat peut seule expliquer l'existence d'un certain nombre des dispositions du droit boursier. Il en est ainsi :

- du dépôt obligatoire d'une OPA par un (ou des) actionnaire(s) qui franchit le seuil du tiers du capital ou des droits de vote, étant sous-entendu que cela implique une prise de contrôle de fait et donc un changement majeur pour les autres actionnaires ;
- de l'obligation des déclarations de franchissement de seuil qui avertissent les actionnaires et le marché de la montée en puissance de certains actionnaires ;
- et surtout de la règle qui dispose qu'une sortie soit offerte aux minoritaires par les actionnaires de contrôle en cas de changement majeur dans le profil de rentabilité et de risque d'une société (par exemple, la cession d'un actif essentiel, la fusion, la cessation du versement des dividendes ou encore la perte de droits politiques consécutive à la transformation en commandite) : ce droit de sortie ne peut s'expliquer que si l'on considère que la modification des droits politiques ou patrimoniaux des actionnaires correspond à une modification du contrat d'investissement implicite entre la société et ses actionnaires. Mais aucune disposition n'était prévue pour protéger les minoritaires des sociétés n'ayant pas d'actionnaires de contrôle. C'était précisément le cas de Vivendi lors de la cession de SFR, et aussi d'Alstom pour la cession de son pôle « Énergie ». C'était donc l'occasion de chercher à faire évoluer le droit. Ce qui fut fait à l'issue des travaux d'un groupe de travail créé à cet effet par l'AMF :

lorsqu'une société projette une opération majeure, elle doit désormais en référer à l'assemblée générale.

Le profil de rentabilité et de risque caractérise ce qui est pour moi au cœur d'un « contrat d'investissement » : si des éléments essentiels du contrat sont appelés à changer, il faudrait offrir une sortie aux minoritaires ou renoncer aux changements envisagés s'ils ne recueillent pas l'approbation de la majorité.

Mais un tel contrat d'investissement ne saurait concerner seulement les opérations initiées par l'émetteur et susceptibles de modifier de manière très significative le profil de la société qui a déterminé

le choix de l'investisseur. Il devrait aussi permettre aux actionnaires d'être informés de la situation des actionnaires de contrôle quand celle-ci peut comporter des risques pour les autres actionnaires.

Ainsi, il me semble essentiel que l'endettement d'un actionnaire de contrôle soit connu des autres actionnaires. On a pu voir combien l'endettement des actionnaires (ou d'autres dimensions de leur stratégie d'investissement) pouvait être dangereux pour l'entreprise. Les actionnaires minoritaires devraient être informés des risques que font porter les actionnaires majoritaires à l'entreprise. Par exemple, chez Gecina, les anciens dirigeants espagnols avaient



Photo © AKG-IMAGES

« Grosses banques. Messieurs les petits spéculateurs, passez, s'il vous plaît, par l'entrée de service ! » – Caricature d'E. Schilling. In : « Simplicissimus », 1922/23.

« Les actionnaires minoritaires devraient être informés des risques que font porter les actionnaires majoritaires à l'entreprise. »

emprunté pour acheter leurs titres. Faute d'être remboursées dans les délais prévus, les banques créancières ont fini par saisir les titres qui avaient été nantis. Même scénario il y a quelques années chez Belvédère. Dans les deux cas, il y a eu changement de contrôle sans OPA, les actionnaires n'ayant même pas été tenus au courant du problème avant le changement d'actionnaires.

**Vous proposez en somme de redonner de la substance au contrat entre associés. Historiquement, certains analystes montrent qu'en introduisant les sociétés de capitaux, le droit a fait basculer au XIX<sup>e</sup> siècle la société depuis une relation contractuelle entre associés vers un statut d'associé : les actionnaires ne sont plus ni gérants de la société ni responsables les uns vis-à-vis des autres ; ils n'ont plus qu'une responsabilité limitée et ne sont plus liés les uns aux autres. D'où les risques d'une majorité qui ne représenterait pas les intérêts de tous les associés (CARNEY, 1980). Votre proposition vise non pas à revenir à la situation antérieure, mais à distinguer la possession du titre du droit de vote. Vous dénoncez le fait que le droit ait attaché un droit de vote à un titre, sans le relier à un projet d'entreprise et aux responsabilités associées.**

C'est tout à fait exact. Ma conviction est que tout pouvoir n'a de légitimité que s'il emporte des responsabilités et que le profit est la contrepartie du risque. Pouvoir, responsabilité, profit et risque sont ainsi les quatre points cardinaux du bon fonctionnement des sociétés dans le cadre d'un contrat d'investissement.

## Références

- ANABTAWI I. & STOUT L. (2008), "Fiduciary Duties for Activist Shareholders", *Stanford Law Review*, n°60, vol. 5, pp. 1255-1308.
- CARNEY W. J. (1980), "Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes", *American Bar Foundation Research Journal*, n°5, vol. 1, pp. 69-132.
- DEMOTT D. A. (1999), "The Mechanisms of Control", *Connecticut Journal of International Law*, n°13, pp. 233-255.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. & VISHNY R. (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, n°58, vol. 1, pp. 3-27.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. & VISHNY R. (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, n°57, vol. 3, pp. 1147-1170.
- LAMOREAUX N. R. & ROSENTHAL J.-L. (2006), "Corporate Governance and the Plight of Minority Shareholders in the United States before the Great Depression", in GLAESER E. L. & GOLDIN C. (Eds.), *Corruption and Reform: Lessons from America's Economic History*, Chicago, University of Chicago Press.