

DIRECTION GÉNÉRALE DES POLITIQUES INTERNES
DÉPARTEMENT THÉMATIQUE **C**
DROITS DES CITOYENS ET AFFAIRES CONSTITUTIONNELLES



Affaires constitutionnelles

Liberté, sécurité et justice

Égalité des genres

Affaires juridiques et parlementaires

Pétitions

Droits et obligations des actionnaires

**Régimes nationaux et propositions
d'instruments au niveau européen en
vue d'améliorer l'efficacité juridique**

ETUDE



**DIRECTION GÉNÉRALE DES POLITIQUES INTERNES
DÉPARTEMENT THÉMATIQUE C: DROITS DES CITOYENS ET
AFFAIRES CONSTITUTIONNELLES**

AFFAIRES JURIDIQUES

Droits et obligations des actionnaires

**Régimes nationaux et propositions d'instruments
au niveau européen en vue d'améliorer l'efficacité
juridique**

Résumé

Les actionnaires sont à la fois des associés titulaires d'un droit de vote pouvant prendre part aux décisions collectives de la société, et les propriétaires de titres de capital ayant vocation à tirer profit de leur revente à terme.

Au vu de cette double dimension, il est apparu que l'efficacité juridique de leurs droits et obligations pouvait être améliorée au travers (i) de la reconnaissance de la primauté de l'intérêt social et (ii) de la possibilité d'agir de manière concertée.

Ce document a été préparé à l'initiative du Parlement Européen, Commission des Affaires Juridiques.

AUTEUR

M. Frank Martin Laprade, Avocat au Barreau de Paris et Professeur Associé à l'Université de Paris XI, Sceaux (fml@jeantet.fr)

AVEC LA COLLABORATION DE

M. Philippe Portier, Avocat au Barreau de Paris et de New York (pportier@jeantet.fr)

Mme Catherine Cathiard, Avocat au Barreau de Paris (ccathiard@jeantet.fr)

M. Yann Paclot, Professeur à l'Université de Paris XI, Sceaux (ypaclot@jeantet.fr)

M. Didier Poracchia, Professeur à l'Université d'Aix-Marseille, Directeur de l'Institut de Droit des Affaires (dporacchia@jeantet.fr)

ADMINISTRATEUR RESPONSABLE

Ms Danaï PAPADOPOULOU

Policy Department C - Citizens' Rights and Constitutional Affairs

European Parliament

B-1047 Brussels

E-mail: poldep-citizens@europarl.europa.eu

VERSIONS LINGUISTIQUES

Originale: FR

Traduction: EN

A PROPOS DE L'ÉDITEUR

Pour contacter le Département thématique ou souscrire à sa lettre d'information mensuelle voir à l'adresse suivante: poldep-citizens@europarl.europa.eu

Parlement européen, mai 2012.

© European Union, 2012.

Ce document est disponible sur le site internet:

<http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies.do?language=FR>

AVERTISSEMENT

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position officielle du Parlement européen.

La reproduction ou la traduction dans un but non-commercial sont autorisées, sous réserve de l'indication de la source, d'une notification préalable et de l'envoi d'une copie à l'éditeur.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES ACRONYMES	8
LISTE DES TABLEAUX	9
LISTE DES CARTES	9
LISTE DES SCHÉMAS	9
GLOSSAIRE	10
RÉSUMÉ	14
INTRODUCTION	18
1. LE DROIT DE L'UNION EUROPÉENNE	21
1.1. L'IMPACT DES DIRECTIVES SUR LES DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES DEPUIS 1968	22
1.1.1. DIRECTIVE 68/151/CE	22
1.1.2. DIRECTIVE 77/91/CE	22
1.1.3. DIRECTIVE 2003/51/CE	23
1.1.4. DIRECTIVE 2003/58/CE	23
1.1.5. DIRECTIVE 2003/58/CE	23
1.1.6. DIRECTIVE 2003/71/CE	23
1.1.7. DIRECTIVE 2004/25/CE	24
1.1.8. DIRECTIVE 2004/109/CE	24
1.1.9. DIRECTIVE 2005/56/CE	24
1.1.10. DIRECTIVE 2006/43/CE	24
1.1.11. DIRECTIVE 2006/46/CE	24
1.1.12. DIRECTIVE 2006/48/CE	24
1.1.13. DIRECTIVE 2006/68/CE	24
1.1.14. DIRECTIVE 2007/36/CE	25
1.1.15. DIRECTIVE 2007/63/CE	25
1.1.16. DIRECTIVE 2009/109/CE	25

1.1.17. DIRECTIVE 2010/73/CE	25
1.1.18. DIRECTIVE 2010/76/CE	25
1.2. INITIATIVES EUROPÉENNES	26
1.2.1. RAPPORT DU GROUPE D'EXPERTS DE HAUT NIVEAU EN DROIT DES SOCIÉTÉS SUR UN CADRE RÉGLEMENTAIRE MODERNE POUR LE DROIT EUROPÉEN DES SOCIÉTÉS (2002)	26
1.2.2. COMMUNICATION DE LA COMMISSION SUR LA «MODERNISATION DU DROIT DES SOCIÉTÉS ET RENFORCEMENT DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS L'UNION EUROPÉENNE – UN PLAN POUR AVANCER» (2003)	27
1.2.3. RÉOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN SUR LE RÉGIME DE RÉMUNÉRATION DES ADMINISTRATEURS DES SOCIÉTÉS COTÉES EN BOURSE (7 JUILLET 2010)	29
1.2.4. LIVRE VERT SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS ET LES POLITIQUES DE RÉMUNÉRATION (2 JUIN 2010)	29
1.2.5. LIVRE VERT SUR LE CADRE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS L'UE (5 AVRIL 2011)	30
1.2.5.1. MANQUE D'IMPLICATION DES ACTIONNAIRES	31
1.2.5.2. COURT-TERMISME DES MARCHES DES CAPITAUX	31
1.2.5.3. LES RELATIONS D'AGENCE ENTRE INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET GESTIONNAIRES D'ACTIFS	32
1.2.5.4. AUTRES OBSTACLES EVENTUELS A L'IMPLICATION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	32
1.2.5.5. CONSEILLERS EN MATIERE DE VOTE (<i>PROXY ADVISORS</i>)	33
1.2.5.6. IDENTIFICATION DES ACTIONNAIRES	33
1.2.5.7. PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	34
1.2.5.8. PARTICIPATION DES SALARIES AU CAPITAL	34
1.2.6. RÉFLEXION SUR L'AVENIR DU DROIT EUROPÉEN DES SOCIÉTÉS (2012)	35
1.2.7. RÉOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN SUR UN CADRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE POUR LES SOCIÉTÉS EUROPÉENNES (29 MARS 2012)	36
1.2.7.1. IMPLICATION DES ACTIONNAIRES	36
1.2.7.2. IDENTIFICATION DES ACTIONNAIRES	37
1.2.7.3. INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	37
1.2.7.4. TRANSPARENCE	37
1.2.7.5. GESTION DES CONFLITS D'INTERETS	38
1.2.7.6. GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE	38

2. LES DISPOSITIONS LÉGISLATIVES ET LES INITIATIVES DES ÉTATS MEMBRES	39
2.1. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QU'ASSOCIÉS TITULAIRES D'UN DROIT DE VOTE	40
2.1.1. DROITS DES ACTIONNAIRES EN TANT QU'ASSOCIÉS TITULAIRES D'UN DROIT DE VOTE	40
2.1.1.1. DROIT A L'INFORMATION	41
A) Droit à l'information permanente	41
B) Droit à l'information périodique (comptes)	41
C) Droit à l'information ponctuelle	42
2.1.1.2. DROIT DE PARTICIPER A LA PREPARATION DE L'ASSEMBLEE GENERALE (AG)	43
A) L'enjeu majeur que représente une AG	43
B) Les droits relatifs à la préparation d'une AG	54
2.1.1.3. DROIT DE VOTER	55
A) Distinction entre «participer» et «voter»	55
B) Droit de vote multiple	55
C) Droit de donner procuration	56
2.1.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QU'ASSOCIÉS TITULAIRES D'UN DROIT DE VOTE	58
2.1.2.1. OBLIGATION D'INFORMATION	61
A) Identification par l'émetteur	61
B) Franchissement de seuils	62
C) Enregistrement préalable à l'AG	64
D) Obligations spécifiques pour encadrer le «vote vide» (<i>empty voting</i>)	65
2.1.2.2. OBLIGATION DE PARTICIPATION «DESINTERESSEE»	66
A) Prohibition du vote «intéressé» (financièrement)	66
B) Obligation de rester indépendant vis-à-vis des dirigeants	67
2.1.2.3. OBLIGATION DE NE PAS VOTER EN CAS DE CONFLIT D'INTERETS	68
A) Situation «normale» de conflit d'intérêts	68
B) Situation «contentieuse» vis-à-vis de la société	70
2.2. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QUE PROPRIÉTAIRES D'UN TITRE DE CAPITAL	72
2.2.1. DROITS DES ACTIONNAIRES EN TANT QUE PROPRIÉTAIRES D'UN TITRE DE CAPITAL	72
2.2.1.1. DROIT AUX DIVIDENDES	73
A) Traitement différentiel en fonction de l'ancienneté du titre de propriété	73
B) Droit de regard sur la qualité de la gestion des fonds que l'actionnaire a confiés à la société	74
2.2.1.2. DROIT DE RESISTER A LA DILUTION	75

A) Droit préférentiel de souscription	75
B) Protection contre la dilution «économique»	75
2.2.1.3. DROIT D'ALIENER SON BIEN	76
A) Cessibilité	76
B) Maximalisation du profit	76
C) Importance du devoir de loyauté des dirigeants	77
2.2.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QUE PROPRIÉTAIRES D'UN TITRE DE CAPITAL	78
2.2.2.1. OBLIGATION TENANT A LA QUALITE DE PROPRIETAIRE D' ACTIONS	78
A) Obligation de libération	78
B) Obligation de faire preuve de patience	79
C) Obligation de rester temporairement au capital	80
D) Clauses statutaires d'agrément	81
2.2.2.2. OBLIGATIONS RESULTANT DE LA PROPRIETE D'UNE FRACTION IMPORTANTE DU CAPITAL	84
A) Obligations déclaratives	84
B) Obligation d'acquisition des minoritaires	85
2.2.2.3. OBLIGATION DE SORTIR DU CAPITAL	87
A) Différend opposant l'actionnaire à la société	87
B) Clause d'exclusion	89
C) Retrait obligatoire (<i>squeeze out</i>)	90
3. PROPOSITIONS POUR UNE INITIATIVE EUROPÉENNE (FONDÉES SUR LES MEILLEURS PRATIQUES DES ÉTATS MEMBRES)	95
3.1. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉRÊT SOCIAL	95
3.1.1. DROITS DES ACTIONNAIRES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉRÊT SOCIAL	98
3.1.1.1. DROIT DE DEFINIR L'INTERET SOCIAL	99
A) Détermination statutaire de l'objet social	99
B) Validation de la politique menée par la société	100
3.1.1.2. DROIT DE CONTROLER LE RESPECT DE L'INTERET SOCIAL	103
A) Validation des rémunérations	103
B) Procédure des conventions réglementées	107
3.1.1.3. DROIT DE SANCTIONNER UN MANQUEMENT A L'INTERET SOCIAL	108
A) Possibilité de sanctionner les fautes de gestion	108
B) Bénéfice d'une protection pénale contre les abus	109
3.1.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉRÊT SOCIAL	111
3.1.2.1. OBLIGATION DE RESPECTER LA PRIMAUTE DE L'INTERET SOCIAL	112
A) Interdictions spécifiques	112
B) Gestion des conflits d'intérêts	113

C) Caractérisation des comportements abusifs	116
3.1.2.2. OBLIGATION DE SE SOUMETTRE A LA REGLE DE LA MAJORITE	118
A) Le principe d'égalité de traitement ne fait pas obstacle à ce que les décisions prises à la majorité s'imposent aux actionnaires minoritaires	118
B) Sanction des abus de minorité (minorité de blocage)	120
3.2. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT	123
3.2.1. DROITS DES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT	124
3.2.1.1. DROIT D'ETRE COLLECTIVEMENT RECONNUS COMME ASSOCIES, EN DEPIT D'UNE FAIBLE DETENTION INDIVIDUELLE	125
A) Se regrouper pour atteindre un seuil minimal conférant certains droits d'associés	125
B) Droit d'expression des diverses composantes de l'actionnariat d'une société	130
3.2.1.2. DROIT DE SE REGROUPER POUR FAIRE FACE AUX DIRIGEANTS SOCIAUX	131
A) Licéité des conventions de vote	131
B) Actions collectives (<i>class actions</i>)	134
3.2.1.3. DROIT DE FORMER UN «NOYAU DUR» AU SEIN DE LA SOCIETE	135
A) Réunir les <i>stakeholders</i> pour gouverner ensemble l'entreprise	135
B) Faculté de se regrouper pour prendre le contrôle conjoint de la société	137
3.2.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT	137
3.2.2.1. OBLIGATION D'INFORMATION	138
A) Existence du concert	138
B) Taille et composition	140
C) Détermination de la «politique commune» poursuivie par les concertistes	140
3.2.2.2. RESPONSABILITE SOLIDAIRE DES MEMBRES DU CONCERT	141
A) Obligations boursières	141
B) Obligations issues du droit des sociétés	143
3.3 SYNTHESE : LA NOTION DE GROUPE DE SOCIETES	146
CONCLUSION GENERALE	151
BIBLIOGRAPHIE	152
LISTE DES CONTRIBUTEURS	162

LISTE DES ACRONYMES

- AMF** Autorité des marchés Financiers
- ABS** Abus de Biens Sociaux
- AG** Assemblée Générale (des actionnaires)
- CA** Conseil d'Administration
- CAC** Commissaires aux Comptes
- CBS** Code Belge des Sociétés
- CCI** Code Civil Italien
- CJCE** Cour de Justice de la Communauté Européenne
- DG** Directeur Général
- ETI** Entreprise(s) de Taille Intermédiaire
- FSA** *Financial Services Authority* (Régulateur au Royaume Uni)
- FSC** *Financial Supervision Commission* (Régulateur en Bulgarie)
- LSE** *London Stock Exchange*
- NV/SA** "Naamloze Vennootschap" (en Néerlandais) / Société Anonyme (en Français) (forme sociale belge)
- OPA** Offre Publique d'Acquisition
- OPCVM** Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
- PME** Petite(s) et Moyenne(s) Entreprise(s)
- POSA** *Public Offering of Securities Act* (Bulgarie)
- RSE** Responsabilité Sociétale des Entreprises
- SL** *Sociedad de Responsabilidad Limitada* (forme sociale espagnole)
- UFA** *Unified Financial Act* (Italie)

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1: Majorité dans l'AG	44
Tableau 2: (Grèce) Droits des actionnaires – Détention du capital	127
Tableau 3: Loi Italienne: droits des actionnaires minoritaires	129

LISTE DES CARTES

Carte 1: Pays ayant instauré des limitations à la liberté de vote	60
Carte 2: Pourcentage des droits de vote correspondant au seuil d'OPA obligatoire au sein de l'UE	86
Carte 3: Pourcentage de détention justifiant le droit d'exproprier les actionnaires minoritaires	91
Carte 4: Pays interdisant aux actionnaires de confier leurs pouvoirs à la direction	102
Carte 5: Pays requérant une majorité renforcée en AGE	120

Les cartes de la présente études ont été réalisées par son auteur, à partir du fond de carte muette proposé par le site <http://www.histgeo.ac-aix-marseille.fr>

LISTE DES SCHÉMAS

Schéma 1: Répartition des droits des actionnaires visés au tableau précédent (Grèce)	128
--------------------------------------------------------------------------------------	-----

GLOSSAIRE

Actionnaire	Shareholder	Personne ou entité détenant des actions.	Person or entity owning shares.
Ad nutum	Ad nutum	Expression caractérisant le droit de retirer les pouvoirs qui ont été confiés à un mandataire social sans avoir à justifier des motifs de ce retrait, ni respecter un préavis.	Expression which characterizes the right to withdraw the powers given to a board member without having to justify the reasons and without giving advance notice.
Code de gouvernance d'entreprise	Corporate governance code	Ensemble de recommandations relatives aux bonnes pratiques concernant les équilibres de pouvoirs des organes sociaux, édictées par des organismes publics ou privés.	Set of recommendations, providing good practices regarding the balance of powers and controls among corporate bodies, enacted by public or private organisms.
Conflit d'intérêts	Conflict of interests	Situation dans laquelle se trouve une personne qui est amenée à choisir entre son intérêt propre et l'intérêt supérieur qu'elle a pour mission de défendre, en particulier celui de la société dont elle est mandataire social ou actionnaire.	Situation of a person who has to choose between his/her own personal interest and the overriding interest of the company he/she shall defend, the company of which he/she is a board member or a shareholder.
Contrôle interne	Internal control	Aux termes du référentiel COSO ¹ (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), le contrôle interne est un processus mis en œuvre par l'organe de surveillance, la direction et le personnel de l'entreprise pour fournir une assurance raisonnable quant à la réalisation des trois objectifs suivants: <ul style="list-style-type: none"> - Réalisation et optimisation des opérations; - Fiabilité des informations financières; - Conformité aux lois et règlements. 	According to COSO Framework (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), internal control is a process carried out by the supervisory body, the management and other personnel designed to provide reasonable assurance regarding the achievement of objectives in three areas: <ul style="list-style-type: none"> - Effective and efficient operations; - Reliable financial reporting; - Compliance with applicable laws and regulations.
Convention réglementée	Regulated party agreement	Convention entre une société et un mandataire social ou un actionnaire significatif qui est autorisée selon une procédure prévue par la loi.	Agreement and/or transaction between a company and a board member or a significant shareholder which is authorised by a procedure provided by law.
Corporate governance	Corporate governance	Doctrine de la gouvernance des sociétés d'origine anglo-saxonne, fondée initialement sur la théorie de l'agence, qui privilégie l'intérêt des actionnaires. L'expression corporate governance peut aujourd'hui se définir (source OCDE) comme un ensemble de procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée.	Refers to the theory of corporate governance, of Anglo-Saxon origin, initially based on the agency theory, which mainly aims at protecting shareholders' interests. The term may nowadays be defined (OECD source) as a set of procedures and processes according to which an organisation is directed and controlled
Direction	Management	Personne(s) et/ou instance qui	Individual(s) and/or body

¹ «COSO 1», *Internal Control – Integrated Framework*, 1992.

		exercent le pouvoir exécutif.	exercising the executive power.
Hard law	Hard law	Ensemble de règles contraignantes (lois, règlements, décrets, etc.) édictés par des autorités publiques (autorités élues démocratiquement, autorités nationales des marchés financiers, etc.).	Set of binding rules (laws, regulations, decrees, etc.) enacted by public authorities (democratically elected authorities, national securities and markets authorities, etc.).
Soft law	Soft law	Mesures, telles que des lignes directrices, recommandations, déclarations ou avis qui, contrairement au droit «dur», ne sont pas contraignantes. En général, le droit souple a une dimension de communication eu égard au principe <i>comply or explain</i> .	Measures, such as guidelines, recommendations, declarations and opinions which, in contrast to hard law, are not binding on those to whom they are addressed. In general, soft law has a communication dimension based on the "comply or explain" principle.
Droit des sociétés national	National company law	Règles contraignantes (<i>hard law</i>) nationales concernant les sociétés de l'Etat concerné.	Binding national rules (hard law) concerning companies of the concerned State.
Equilibre hommes-femmes	Gender balance	Objectif d'équilibre entre hommes et femmes (généralement en ce qui concerne la composition de l'organe de surveillance).	Objective of balance between men and women (generally as regards composition of the supervisory body).
Gestion des risques	Risk management	Aux termes du COSO II Report, la gestion des risques est un processus mis en œuvre par l'organe de surveillance, la direction et l'ensemble des collaborateurs de l'organisation. Il est pris en compte dans l'élaboration de la stratégie ainsi que dans toutes les activités de l'organisation. Il est conçu pour identifier les événements potentiels susceptibles d'affecter l'organisation et pour gérer les risques dans les limites de son appétence pour le risque. Il vise à fournir une assurance raisonnable quant à l'atteinte des objectifs de l'organisation.	According to COSO II Report, risk management is a process implemented by the supervisory body, the management, and the stakeholders of the company. This process is taken into account for the determination of the strategy of the company for each of its activities. It is conceived in order to identify the potential risks susceptible of affecting the company, to manage them and to choose the ones the company is ready to undertake. It aims at providing a reasonable insurance regarding the reaching of the company's objectives.
Gouvernance	Governance	Mode d'articulation juridique entre le pouvoir des actionnaires, le pouvoir exécutif et le pouvoir de surveillance.	Way the sovereign power of shareholders legally interacts with the executive power and the supervisory power.
Intérêt social	Corporate benefit	Intérêt de la personne morale qui suppose la performance sur le long terme.	Corporate benefit which assumes a long-term approach of performance.
Mandat social	Corporate duties	Missions et responsabilités qui incombent aux mandataires sociaux.	Duties and responsibilities incumbent upon the board members.

Mandataire social	Board member	Membre de la direction et/ou de l'organe de surveillance.	Member of the management and/or of the supervisory body.
Marché réglementé	Regulated market	Désigne un système multilatéral, exploité et/ou géré par une entreprise de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des	Refers to a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments – in the system and in accordance with its non-discretionary rules – in a way that results in a contract, in

		instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement. ²	respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly. ²
Organe de surveillance	Supervisory body	Organe qui exerce le pouvoir de contrôle, quel que soit le système d'organisation de l'entreprise (dualiste ou moniste), étant précisé que dans le mode moniste une partie du pouvoir exécutif peut être exercée au sein de l'organe de surveillance.	Body exercising the supervisory power, irrespective of the system of governance of the company (one-tier or two-tier); if the company adopts the unitary system, part of the executive power may also be exercised within the supervisory body.
Organe social	Corporate body	Personne(s) ou collègue exerçant l'un des trois pouvoirs (pouvoir souverain, pouvoir exécutif, pouvoir de surveillance).	Person(s) or college exercising one of the three powers (sovereign power, executive power, supervisory power).
Parties prenantes	Stakeholders	Groupe, personnes physiques ou institutions ayant un intérêt quelconque dans une société (actionnaires, salariés, créanciers, fournisseurs, clients, autres partenaires, etc.).	Group, individuals or institutions having any interest in a company (shareholders, employees, creditors, suppliers, clients, other business partners, etc.).
Pouvoir de contrôle	Supervisory power	Pouvoir exercé par l'organe exerçant un pouvoir de surveillance sur l'organe exerçant le pouvoir exécutif.	Power exercised by the body exercising a power of supervision on the body exercising the executive power.
Pouvoir exécutif	Executive power	Pouvoir exercé par la direction qui consiste à définir la stratégie de l'entreprise et à la mettre en œuvre.	Power exercised by the management which consists in defining the strategy of the company and in implementing it.

Pouvoir souverain	Sovereign power	Pouvoir exercé par les actionnaires réunis en assemblée.	Power exercised by the shareholders in a meeting.
Responsabilité sociale des entreprises (RSE)	Corporate Social Responsibility (CSR)	<p>«La responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société».</p> <p>«Pour assumer cette responsabilité, il faut au préalable que les entreprises respectent la législation en vigueur et les conventions collectives conclues entre partenaires sociaux. Afin de s'acquitter pleinement de leur responsabilité sociale, il convient que les entreprises aient engagé, en collaboration étroite avec leurs parties prenantes, un processus destiné à intégrer les préoccupations en matière sociale, environnementale, éthique, de droits de l'homme et de consommateurs dans leurs activités commerciales et leur stratégie de base, ce processus visant:</p> <ul style="list-style-type: none"> - à optimiser la création d'une communauté de valeurs pour leurs propriétaires/actionnaires, ainsi que pour les autres parties prenantes et l'ensemble de la société; - à recenser, prévenir et atténuer les effets négatifs potentiels que les 	<p>"Responsibility of enterprises for their impacts on society".</p> <p>"Respect for applicable legislation, and for collective agreements between social partners, is a prerequisite for meeting that responsibility. To fully meet their corporate social responsibility, enterprises should have in place a process to integrate social, environmental, ethical, human rights and consumer concerns into their business operations and core strategy in close collaboration with their stakeholders, with the aim of:</p> <ul style="list-style-type: none"> - maximising the creation of shared value for their owners/shareholders and for their other stakeholders and society at large; - identifying, preventing and mitigating their possible adverse impacts."

² Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments.

		entreprises peuvent exercer.» ³	
--	--	--------------------------------------------	--

Société anonyme	Joint stock company	Société désignée à l'Annexe I du règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil.	Company listed in Annex I of Council Regulation (EC) No 2157/2001.
Société cotée	Listed company	Société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.	Company whose securities are admitted to a trading on a regulated market.
Société européenne/ societatas europeae (SE)	European company/ societatas europeae (SE)	Société régie par le règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 et par la directive 2001/86/CE du Conseil du 8 octobre 2001. ⁴	Company governed by Council Regulation (EC) No 2157/2001 and Council Directive 2001/86/EC.
Société non cotée	Non-listed company	Société dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé.	Company whose securities are not admitted to a trading on a regulated market.
Société par actions simplifiée (SAS)	Simplified public limited liability company	Société par actions non cotée qui peut être composée d'un seul associé, pouvant être lui-même le président de la société, même s'il s'agit d'une personne morale. Dans cette hypothèse, le président représente la société vis-à-vis des tiers selon les statuts. Les statuts fixent les règles de la gestion.	Private limited liability company whose securities are not admitted to a trading on a regulated market which can be composed of one single partner which can be the president of the company. In this case, the president represents the company vis-à-vis third parties in accordance with the by-laws. The by-laws fix the management rules.
Système dualiste	Two-tier system	Système qui distingue et sépare strictement le pouvoir exécutif et le pouvoir de surveillance, qui s'exercent au sein d'organes distincts.	System which distinguishes and separates strictly the executive power and the supervisory power which are exercised through separate bodies.
Système mixte	Mixed system	Système qui offre aux sociétés un choix entre le système moniste et le système dualiste.	System which gives the companies the choice between one-tier and two-tier systems.
Système moniste	One-tier system	Système dans lequel tout ou partie du pouvoir exécutif peut s'exercer au sein de l'organe de surveillance.	System in which whole or part of the executive power may be exercised within the supervisory body.

³ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014 [COM(2011) 681 final].

⁴ Règlement (CE) n° 2157/2001 du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne (SE).

RÉSUMÉ

L'objet de cette étude, consacrée aux droits et obligations des actionnaires dans l'Union européenne, est de permettre d'identifier des pistes juridiques selon lesquelles un juste équilibre pourrait être obtenu, de manière à dégager globalement de la valeur, à la fois :

pour l'actionnaire titulaire de ces droits ; et
pour la société envers laquelle l'actionnaire a des obligations.

Le manque d'implication des actionnaires dans la vie sociale, relevé par le livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, constitue l'un des principaux facteurs expliquant les dérives constatées en pratique.

Ces dérives peuvent s'incarner dans deux typologies de comportements :

la poursuite exagérée de la satisfaction des intérêts personnels des actionnaires ; et
la promotion par les dirigeants sociaux de stratégies d'entreprise inadaptées à la nature ou à l'objet de la société.

Un système efficient de gouvernance d'entreprise se doit d'être mis en place pour faire échec à ces deux attitudes, qui sont non seulement destructrices de valeur, mais portent également atteinte à l'image de l'ensemble de l'écosystème entrepreneurial.

Nous avons commencé par examiner les principaux éléments du droit de l'Union européenne, tant sur la base des principales directives intéressant la question des droits et des obligations des actionnaires, qu'à la lumière des initiatives qui ont été prises au niveau de l'UE, souvent très récemment (certaines d'entre elles étant même actuellement en cours).

Nous avons ensuite passé en revue les dispositions législatives et les initiatives des États membres en matière de droits et obligations des actionnaires, notamment sur la base des réponses apportées aux questionnaires que nous avons adressés à l'ensemble de nos correspondants au sein de l'Union européenne.

L'analyse du droit positif existant au sein de l'Union européenne a été conduite en tenant compte de la double dimension qui caractérise les actionnaires, ces derniers étant à la fois :
des associés titulaires d'un droit de vote pouvant prendre part aux décisions collectives de la société ; et

les propriétaires de titres de capital ayant vocation à percevoir des dividendes et à tirer profit de la revente à terme de leurs actions.

Afin d'être en mesure de formuler des propositions pour une initiative européenne, nous avons identifié dans les différents États membres ce qui nous a semblé constituer les meilleures pratiques, susceptibles d'inspirer un processus d'harmonisation au plan de l'UE.

Notre grille d'analyse des bonnes pratiques européennes a été construite autour de quelques lignes qui peuvent être résumées comme suit:

les pratiques de gouvernance identifiées comme «bonnes» sont celles qui concourent à la création de valeur sur le long terme;

cette création de valeur à long terme concerne l'entreprise dans sa globalité, dans une logique de promotion de son intérêt propre (l'intérêt social), et non pas de celui, exclusivement, des actionnaires;

dès lors, cette création de valeur doit également, dans une démarche de convergence et non pas de prééminence d'intérêts particuliers les uns sur les autres, se définir dans le cadre d'une approche collective, au travers de la notion d'action concertée.

Plutôt que de dresser un inventaire exhaustif de l'ensemble des dispositions nationales particulières qu'on peut rencontrer au sein des vingt-sept pays composant l'Union européenne, nous avons cependant cherché à dégager des lignes de force communes.

En effet, l'objectif poursuivi était de formuler des préconisations dont la mise en œuvre relèverait, au niveau européen, d'un instrument juridique contraignant (Directive) dont nous avons par conséquent veillé à nous assurer qu'il s'inscrirait d'ores et déjà dans le cadre d'un certain consensus de la part d'une majorité d'Etats membres.

Pour autant, l'intervention d'un tel instrument au niveau de l'UE se justifie par la nécessité d'organiser une véritable dynamique au sein de l'Union européenne, en obligeant les Etats membres à respecter des principes directeurs forts, conférant une cohérence d'ensemble au droit européen des sociétés, par-delà les inévitables particularités locales.

Il apparaît utile, en premier lieu, de définir au niveau européen l'intérêt social comme l'intérêt de la personne morale elle-même tout en assurant à travers un véhicule européen obligatoire sa primauté sur la combinaison des intérêts particuliers des différentes parties prenantes (stakeholders).

En effet, il arrive que cette notion revête des contours variables au sein des différents Etats membres de l'Union européenne, en fonction des législations ou de la jurisprudence locale.

A titre d'exemple, selon les matières concernées à l'intérieur d'un même pays (droit des sociétés, droit boursier, droit social, etc...), l'intérêt social peut parfois:

procéder du cumul des intérêts des seuls actionnaires (actuels mais aussi futurs, ce qui permet de prendre en compte l'évolution de la société sur le long terme) ; ou

s'étendre aux intérêts des autres parties prenantes (salariés, créanciers, etc.) dans une approche plus économique de l'entreprise (Cf. Responsabilité Sociale de l'Entreprise « RSE »).

Mais le dénominateur commun de toutes ces définitions de l'intérêt social est que celui-ci ne saurait se réduire à une combinaison d'intérêts particuliers, car il s'en distingue nécessairement pour devenir celui de la personne morale (autonome) qui doit primer sur tous les autres.

C'est pourquoi il nous a semblé pertinent que l'affirmation de ce grand principe général se fasse au travers d'un texte impératif au niveau de l'UE, qui laisserait naturellement aux Etats membres le soin de préciser, dans leur propre droit des sociétés, l'aspect sur lequel ils souhaitent insister (actionnaires ou « parties prenantes » par exemple).

Cette conception unifiée de l'intérêt social, entendu comme l'intérêt de la personne morale, permettrait de favoriser l'établissement d'une véritable proportionnalité entre les droits et les obligations des actionnaires à l'égard de la société émettrice :

les droits des actionnaires pouvant être exceptionnellement limités en cas de manquement à leurs obligations ;

les obligations des actionnaires ne se comprenant qu'à la lumière de l'objectif commun qui est de servir l'intérêt de la société (et non pas l'intérêt personnel de ses dirigeants).

Par souci de cohérence, il conviendrait par conséquent de modifier également certaines dispositions du droit de l'UE existantes pour:

autoriser les gestionnaires de portefeuille à déroger exceptionnellement au principe de primauté des porteurs de parts lorsque celui-ci risquerait d'entrer en conflit avec l'intérêt de la société dans laquelle ils ont investi (Directive MIF) ;

poser en principe que le critère ultime de validité des moyens de défense contre une OPA hostile doit être la prise en compte de l'intérêt social de la cible, gage de croissance sur le long terme pour l'entreprise (Directive OPA).

Il apparaît utile, en second lieu, d'étendre au travers d'un véhicule impératif du droit de l'UE le champ d'application de l'action de concert, aujourd'hui le plus souvent limité à certaines dispositions de droit boursier (franchissement de seuils, dépôt d'une OPA obligatoire, etc...)

La notion d'action de concert (ou action concertée) est en effet objectivement la voie royale pour constituer un groupe d'actionnaires stables, unis par la volonté de mener (dans la durée) une politique commune à l'égard de l'entreprise, voire d'en prendre (puis d'en exercer) le contrôle conjoint.

S'agissant des DROITS d'actionnaires, il s'agirait de favoriser la prise en compte au niveau du droit européen des sociétés (et non pas seulement en matière boursière) de la dimension collective des regroupements d'actionnaires en leur reconnaissant des droits, dès lors qu'ils totalisent – à plusieurs – certains pourcentages considérés comme significatifs.

S'agissant des OBLIGATIONS d'actionnaires, il conviendrait de soumettre tous les membres de ces regroupements d'actionnaires aux mêmes obligations, en faisant peser sur eux une responsabilité solidaire, dès lors qu'ils agissent de concert et que leurs intérêts communs sont impliqués.

Il apparaît utile, en dernier lieu, que l'instrument susvisé (directive de l'UE) intègre également la notion de «groupe de sociétés», afin que les droits et obligations des actionnaires puissent – le cas échéant – tenir compte du fait que certains actionnaires majoritaires peuvent être des sociétés.

Or, ces sociétés sont elles-mêmes dotées de leur propre intérêt social (si bien qu'il faut trouver le moyen de hiérarchiser l'ensemble de ces intérêts sociaux au sein du groupe) et sont présumées agir de concert avec les sociétés qu'elles contrôlent (ce qui peut les conduire à être solidairement responsables à l'égard des minoritaires).

Recommandations

1. Afin de favoriser l'équilibre entre les droits et les obligations des actionnaires, tout en favorisant la création de valeur sur le long terme par la société émettrice, il est recommandé **d'adopter une Directive affirmant le principe de primauté de l'intérêt social**, ce qui passe notamment par les dispositions impératives suivantes :

- **définir l'intérêt social comme l'intérêt de la personne morale elle-même** en conférant un caractère d'ordre public à la **primauté de cet intérêt social** sur les intérêts particuliers des différentes parties prenantes;
- **généraliser** au sein de l'UE **la pratique des pouvoirs en blanc au profit du président**, qui a l'obligation de voter conformément à l'intérêt social;
- **définir une procédure d'autorisation préalable par les organes sociaux** pour les conventions (hors opérations courantes) conclues avec la société par un dirigeant ou un actionnaire significatif (susceptible d'exercer une influence sur la société) **pour assurer la conformité desdites conventions à l'intérêt social**;
- prévoir les **sanctions pour les comportements déviants au plan civil** en rendant possible l'action sociale *ut singuli* et en condamnant les abus du droit de vote (abus de majorité ou abus de minorité); et
- prévoir les **sanctions** pour les comportements déviants **au plan pénal**: abus de biens sociaux, abus de pouvoirs.

2. Afin de renforcer les droits des actionnaires et de leur permettre de les exercer de manière plus efficace, il est recommandé que la Directive **susvisée favorise la coopération entre actionnaires et en tire les conséquences en termes d'obligations**:

- **étendre la notion d'action de concert** au droit des sociétés dans son ensemble;
- **admettre la notion de contrôle conjoint**;
- imposer la **révélation d'une action de concert**;
- soumettre ces **regroupements d'actionnaires** aux **mêmes obligations**, en faisant peser une responsabilité solidaire sur tous les membres d'une action de concert, dès lors que leurs intérêts communs sont impliqués.

3. Afin de tenir compte du fait que certains actionnaires majoritaires peuvent être des sociétés, la Directive susvisée devra également **intégrer la notion de «groupe de sociétés»**, ce qui implique de:

- **déroger** exceptionnellement **au principe de primauté de l'intérêt social** lorsque l'intérêt du groupe est en jeu;
- faire peser une **responsabilité solidaire** sur les sociétés composant le groupe à l'égard de leurs actionnaires minoritaires.

4. A titre complémentaire, et par souci de cohérence, il conviendra également de:

- modifier la directive 2004/39/CE (MIF) pour autoriser les gestionnaires de portefeuille à déroger exceptionnellement au principe de primauté de l'intérêt des porteurs de parts lorsque ce dernier risquerait d'entrer en conflit avec l'intérêt de la société dans laquelle ils ont investi;
- modifier la directive 2004/25/CE (OPA) pour poser le principe que le critère ultime de validité des moyens de défense contre une OPA hostile doit être la prise en compte de l'intérêt social de la cible.

INTRODUCTION

L'objet de cette étude consacrée aux droits et obligations des actionnaires dans les 27 Etats membres de l'Union européenne est de permettre d'identifier des pistes juridiques selon lesquelles un juste équilibre entre ces droits et ces obligations pourrait être obtenu, de manière à dégager globalement de la valeur à la fois pour le titulaire de ces droits et pour la société émettrice envers laquelle il a des obligations.

Les actionnaires en tant que créateurs de valeur

Dans une perspective de création de valeur commune à l'entreprise elle-même, et indirectement à la Société tout entière (au travers au moins de l'emploi, de la redistribution fiscale et sociale et de l'équilibre du commerce extérieur d'un Etat ou de l'Union⁵), il conviendrait que l'entreprise prospère et soit économiquement performante, notamment grâce à la qualité de la gestion de la personne morale qui l'incarne, exercée par des dirigeants que les actionnaires auront collectivement choisis.

Ceci suppose, et ce sera l'une des hypothèses de travail de cette étude, une implication accrue des actionnaires dans la vie sociale, favorisée par une information adéquate (plus que complète voire exhaustive, objectif probablement atteint à maints égards, sans grande efficacité démontrée) des organes sociaux entre eux, et ce pour leur plus grande satisfaction individuelle puisque leur propriété leur rapportera davantage (dividendes) ou s'appréciera dans la perspective d'une revente (plus-values).

Bien avant la crise récente, l'utilité des normes en usage en termes de valorisation ou de productivité des entreprises ne pouvait être démontrée. La plupart des études empiriques conduites depuis des années à cet égard ne sont pas conclusives⁶ et se bornent pour certaines d'entre elles à constater une meilleure performance dans les entreprises dotées d'un actionnariat concentré, qui sont généralement celles dans lesquelles les mécanismes de gouvernance sont les plus simples et la transparence (au moins envers les actionnaires minoritaires) la plus réduite⁷.

Les pathologies actuelles

Il ressort en tout état de cause du livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE que le manque d'implication des actionnaires dans la vie sociale constitue l'un des principaux facteurs expliquant les dérives dont les dirigeants peuvent parfois se rendre responsables, voire coupables.

Ces dérives, en substance, peuvent selon nous s'incarner dans deux typologies de comportements:

⁵ La question de la contribution sociétale de l'entreprise relève d'une autre acception de la notion de valeur, dont la convergence avec la première peut être un objectif - incarné en particulier par la démarche de RSE (responsabilité sociale des entreprises) - mais n'en est pas une conséquence naturelle

⁶ *Corporate governance and control*, M. Becht, P. Bolton et A. Röell, 2005, ECGI Working paper series in finance, www.eci.org/wp; *The uncertain relationship between board composition and firm performance*, S. Bhagat et B. Black, *the Business Lawyer*, vol. 54, p.921

⁷ A. Shleifer, R.W. Vishny 1986; A. Shivdasani 1993; J.E. Bethel, J. Liebeskind 1993; A. Agrawal, C.R. Kneober 1996. *Contra*, l'étude de H. Demsetz, K. Lehn [1985] qui ne constate pas de lien entre la performance de l'entreprise et la concentration du capital ou C. Holderness, D. Sheehan [1988] qui estiment qu'il n'existe pas de différence de performances entre les firmes à capital diffus et celle dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire.

- la poursuite exagérée de la satisfaction de leurs intérêts personnels, comme le suppose de manière centrale la théorie de l'agence développée dans les années 30, en pleine crise économique, par les américains Berle et Means⁸; et
- la promotion de stratégies d'entreprise dont le profil de risque est inadapté à la nature ou à l'objet de la société, qu'il s'agisse d'une exposition excessive à des activités intrinsèquement risquées (par exemple spéculation financière excessive chez des opérateurs non financiers) ou à l'inverse, de l'insuffisance d'investissements à moyen ou long terme, condamnant l'entreprise, faute d'innovation et d'adaptation à son marché, à perdre des parts de marché, voire à disparaître.

Dans les deux cas, ces dérives expriment une tentation individualiste de l'exercice du pouvoir, tendant à l'égoïsme coupable à un extrême, à l'autoritarisme aveugle à l'autre, faute d'être soumis à un contrôle convenable, notamment⁹ de la part des actionnaires. Si ces deux attitudes ne correspondent pas à la majorité des cas, c'est sur ces deux comportements destructeurs de valeur, mais également d'image pour l'ensemble de l'écosystème entrepreneurial, qu'un système efficient de gouvernance d'entreprise se doit d'intervenir.

Nous retiendrons ainsi l'approche, promue notamment par les professeurs Charreaux et Wirtz, en France, pour qui *l'étude des organisations et de la gouvernance, dans une perspective d'efficacité associée à la création de valeur implique (...) de s'interroger sur les déterminants du lien présumé entre la structure et le fonctionnement du système de gouvernance et le processus de création de valeur*¹⁰.

Or, si elle devait se confirmer au-delà d'une représentation un peu caricaturale, cette analyse des comportements destructeurs de valeur à terme résulte du constat qu'en pratique les «torts» sont probablement partagés:

- les actionnaires ne s'intéressent pas assez aux perspectives de la société sur le moyen/long terme, car ils sont (surtout dans leur incarnation symbolique et réductrice qu'est le «marché»), animés par l'objectif de revendre leurs titres afin de dégager, aussi rapidement que possible, des plus-values aussi importantes que possible;
- les dirigeants peuvent être tentés de «profiter» de cette situation, qui leur accorde une sorte d'impunité lors des assemblées générales, caractérisées par l'absentéisme des actionnaires, au point qu'on pourrait les soupçonner de l'encourager.

Les bonnes pratiques européennes

Notre grille d'analyse des bonnes pratiques européennes sera, au regard de ce qui précède, construite autour de quelques lignes qui peuvent être résumées comme suit:

- les pratiques de gouvernance identifiées comme «bonnes» seront celles qui concourent à la création de valeur sur le long terme;
- cette création de valeur à long terme concerne l'entreprise dans sa globalité, dans une logique de promotion de son intérêt propre (l'intérêt social), et non pas de celui, exclusivement, des actionnaires;

⁸ La théorie de l'agence, développée dans les années 1930 par Berle et Means *The modern corporation and private property*, A. A. Berle et G. C. Means, New York, Macmillan, 1932), se construit sur le fondement du postulat selon lequel l'évolution de la structure de l'entreprise capitaliste induit un risque d'appropriation du pouvoir par les dirigeants au détriment d'un actionnariat dispersé et donc faible. Cette situation particulière génère alors des risques de conflits d'intérêts, engendrant des «coûts d'agence» importants (le dirigeant poursuivant son intérêt personnel au détriment de celui des actionnaires) et constituant une source d'inefficacité pour les firmes.

⁹ Le rôle de l'organe de surveillance dans le contrôle de ces dérives ne peut évidemment pas être négligé, mais outre qu'il ne fait pas l'objet de cette étude, force est de constater que cet organe dispose rarement du pouvoir de révoquer le ou les dirigeants, sanction ultime de dérives managériales...

¹⁰ *Discipline ou compétence ? L'apport des perspectives cognitive et comportementale à la compréhension des mécanismes de gouvernance*, G. Charreaux et P. Wirtz, Revue Française de Gouvernance d'Entreprise, n° 1, 2007, p. 211; des mêmes auteurs: *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, 2006

- dès lors, cette création de valeur doit également, dans une démarche de convergence et non pas de prééminence d'intérêts particuliers les uns sur les autres, se définir dans le cadre d'une approche collective, au travers de la notion d'action concertée ou des principes de la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE).

Précisions concernant le champ d'étude

Il conviendra nécessairement, dans le développement de cette étude, de tenir compte des différents profils que peuvent revêtir les sociétés: on n'appréhende pas de la même manière la situation d'une grande société cotée dont l'actionnariat est intégralement disséminé dans le public - au point de se confondre avec le marché sur lequel les actions sont des produits de grande consommation - et celle d'une entreprise de taille moyenne (PME) ou intermédiaire (ETI) dont le capital est souvent détenu majoritairement par un groupe - souvent familial - qui exerce par conséquent un contrôle étroit sur la direction (quand ses membres n'en assurent pas eux-mêmes les fonctions).

Le droit des sociétés opère généralement une distinction entre sociétés faisant appel public à l'épargne et sociétés à capital fermé. Mais en pratique, cette distinction s'avère souvent artificielle. Pour mieux refléter les réalités d'aujourd'hui, on peut distinguer trois grands types de sociétés: les sociétés cotées (dont les actions s'échangent de manière régulière), les sociétés «ouvertes» (dont les actions pourraient s'échanger de manière régulière) et les sociétés «fermées» (dont les actions ne s'échangent en principe que de manière occasionnelle).

Compte tenu du nombre de formes sociales existant au sein de l'Union européenne, notre étude est limitée aux sociétés par actions telles que ces sociétés sont mentionnées, pour chaque État membre de l'UE, en annexe 1 du Règlement (CE) du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne¹¹. Toutefois, nous ferons aussi, le cas échéant, mention de certaines formes particulières de sociétés par actions dans notre étude (telles que les commandites par exemple).

En revanche, nous ne traiterons pas des sociétés à responsabilité limitée non émettrices d'actions (par exemple la société à responsabilité limitée - SARL - en France, la *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* - GmbH - en Allemagne, la *Besloten Vennootschap* - B.V. - aux Pays Bas ou la *società a responsabilità limitata* - Srl - en Italie; ou encore la *z ograniczoną odpowiedzialnością* - z o. o. - en Pologne ou la *Sociedade Limitada* - SL - au Portugal et la SRO en Slovaquie et en République tchèque), ni des autres formes sociales, telles que par exemple les sociétés de personnes (par exemple société en nom collectif, société civile en France) ou dénuées de personnalité morale (par exemple société de fait ou société en participation en France).

Après avoir examiné les principaux éléments du droit de l'Union européenne (Première partie), nous passerons en revue les dispositions législatives et les initiatives d'une sélection d'États membres (Deuxième partie), avant de tenter de formuler des propositions pour une initiative européenne, sur le fondement d'exemples de meilleures pratiques identifiés dans certains États membres (Troisième partie).

¹¹ Règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne (SE).

1. LE DROIT DE L'UNION EUROPÉENNE

Le droit de l'UE n'a commencé que de manière relativement **tardive** à se pencher sur les droits et obligations des actionnaires, puisqu'il a fallu attendre le début du vingt-et-unième siècle pour qu'une série de directives commencent à aborder le sujet, essentiellement sous l'angle **boursier**, c'est-à-dire en s'intéressant par priorité aux actionnaires des sociétés cotées (sur des marchés réglementés).

Jusqu'alors, l'approche communautaire de l'harmonisation du droit des sociétés avait en effet privilégié la protection des intérêts des parties prenantes (*stakeholders*) et des tiers, la société et ses actionnaires n'étant souvent envisagés par les directives que sous un angle exclusivement économique et financier, en tant qu'acteurs d'un grand **marché** en cours d'harmonisation.

Dans cette conception traditionnelle de l'entreprise par le droit européen, les titres de capital émis par les sociétés par actions sont davantage traités comme des **produits** (et leurs propriétaires comme des consommateurs) que comme les outils permettant aux **associés** d'une personne morale d'exprimer leurs droits en participant à la réunion de cet organe social qu'est l'assemblée générale des actionnaires.

C'est probablement ce qui explique l'accent particulier mis sur les sociétés cotées, dont l'actionnariat dispersé entre les mains d'investisseurs institutionnels innombrables composant un «public» anonyme se prête mieux à cette approche économique privilégiant la circulation des titres (achat/revente) que celui d'une entreprise familiale dans laquelle se rencontre plus souvent la stabilité du contrôle grâce au soutien des dirigeants par des actionnaires composant un véritable «noyau dur».

Prenant néanmoins conscience des dérives que provoque l'excessive financiarisation des relations entre une société cotée et ses actionnaires, ceux-ci se comportant comme des investisseurs sans implication réelle dans les affaires sociales, l'UE a toutefois fini par se doter d'un ensemble de principes et de règles régissant la gouvernance d'entreprise.

Celui-ci se compose d'un certain nombre de recommandations sur l'indépendance des administrateurs non exécutifs, sur les comités du conseil d'administration et sur les rémunérations et qui exige en outre des sociétés cotées une déclaration de gouvernance d'entreprise (le plus souvent inutile dans les ETI dont les dirigeants dialoguent d'autant plus «naturellement» avec les actionnaires qu'ils font eux-mêmes partie de l'actionnariat et exercent à ce titre un contrôle sur la société).

Après avoir passé en revue les principales directives ayant pu influencer sur les droits et obligations des actionnaires de l'UE depuis 1968 (Chapitre 1.1), nous mentionnerons les récentes initiatives prises par les institutions européennes, dont certaines sont encore en cours de mise en œuvre (Chapitre 1.2).

1.1. L'IMPACT DES DIRECTIVES SUR LES DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES DEPUIS 1968

Depuis 1968 (première directive concernant le droit des sociétés), une vingtaine de directives ont permis de transposer dans les droits nationaux des États membres de nouvelles dispositions intéressant les droits et obligations des actionnaires, lesquels s'apprécient vis-à-vis de la société émettrice (elle-même représentée par ses organes sociaux, en particulier par des dirigeants et des organes de surveillance).

Un passage en revue des différents points centraux des directives par ordre chronologique permet de cerner, une fois cette analyse menée à bien, par une approche plus thématique, les problèmes contemporains et les objectifs juridiques et sociaux qu'il conviendrait d'arriver à combiner pour atteindre des objectifs de gouvernance d'entreprise saine et durable sans nuire à (voire en améliorant) la compétitivité des entreprises, en suivant, ici, une approche centrée sur l'actionnaire.

1.1.1. DIRECTIVE 68/151/CE

La directive 68/151/CE a mis en avant **la publication obligatoire de données** (telles que l'acte constitutif, les modifications apportées à la société et des précisions sur les représentants de l'entreprise comme la nomination, la cessation des fonctions...), **la publication des informations de l'entreprise** dans le bulletin national désigné à cet effet par l'État membre, la prise en compte de la date de publication de ces informations pour **rendre opposables aux tiers les actes de la société** et certaines règles relatives à la **responsabilité des fondateurs** de l'entreprise (validité des actes émanant des organes de la société et nullité de celle-ci).

1.1.2. DIRECTIVE 77/91/CE

La Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, en date du 13 décembre 1976, tend à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58, alinéa 2, du traité, en vue de **la protection des intérêts tant des associés que des tiers**, en ce qui concerne **la constitution** de la société anonyme ainsi que **le maintien et les modifications de son capital**.

Cette directive établit des prescriptions dans le but de protéger les actionnaires et les créanciers des sociétés anonymes, par la coordination des dispositions nationales relatives à la constitution de ces sociétés, ainsi qu'au maintien, à l'augmentation et à la réduction de leur capital.

La directive fixe des exigences minimales en matière d'information. Les statuts ou l'acte constitutif de la société anonyme doivent contenir les indications suivantes:

- forme et dénomination de la société;
- objet social;
- montant du capital;
- règles déterminant la désignation des personnes chargées notamment de la direction, de l'administration et de la surveillance de la société;
- éventuellement la durée de la société.

D'autres informations doivent faire l'objet d'une publicité, dans les statuts, l'acte constitutif ou dans un document séparé, parmi lesquels:

- le siège social;
- la valeur, le nombre et la forme des actions souscrites;

- le montant du capital souscrit;
- l'identité des signataires de l'acte constitutif ou des statuts.

La directive fixe en outre les régimes applicables:

- au montant minimal du capital;
- à l'émission et l'acquisition d'actions;
- à la distribution de dividendes;
- aux aides financières accordées par les sociétés pour l'acquisition de leurs actions;
- aux augmentations et les réductions de capital;
- à la dissolution des sociétés anonymes.

Dans le cadre de ces augmentations ou réductions de capital, la directive vise notamment à garantir que les législations des États membres assurent le respect des principes garantissant **un traitement égal pour les actionnaires** se trouvant dans des conditions identiques, ainsi que la protection des créanciers.

La Deuxième directive limite la possibilité pour une société anonyme d'acquérir ses propres actions. Afin d'éviter les détournements, la directive 92/101/CEE a ensuite étendu cette règle à toutes les sociétés de capitaux concernées par la directive 68/151/CEE dans lesquelles la société dispose indirectement de la majorité des droits de vote ou sur laquelle elle peut exercer directement ou indirectement une influence dominante, même si cette autre société relève du droit d'un pays tiers, à condition qu'elle ait une forme juridique comparable.

1.1.3. DIRECTIVE 2003/51/CE

La directive 2003/51/CE (Comptes consolidés) a pour principal objectif de **promouvoir la lisibilité de l'information financière et non financière destinée aux actionnaires** et au public, et prend soin de préciser que les dérogations éventuelles accordées à certaines entreprises ne sont pas applicables aux sociétés cotées, régies par les dispositions de droit interne de chaque État membre.

1.1.4. DIRECTIVE 2003/58/CE

La directive 2003/58/CE a fait apparaître le **support électronique** comme une évolution incontournable du droit des sociétés, tant par la réforme de la première directive (supprimant l'obligation de publication en format papier dans la mesure où celle-ci était devenue obligatoire par voie électronique) que par la prise en compte de l'évolution technologique dans l'analyse des droits des actionnaires à travers le prisme de **l'obligation d'information**.

1.1.5. DIRECTIVE 2003/58/CE

La directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 (Abus de Marché) définit et interdit les **manipulations de marché** et les **opérations d'initiés**. Elle prévoit un régime spécifique pour les opérations réalisées dans le cadre de **programmes de rachat**, sous réserve que ces opérations respectent les conditions fixées par le Règlement Européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003, entrées en application à compter du 13 octobre 2004.

1.1.6. DIRECTIVE 2003/71/CE

La directive 2003/71/CE (*Prospectus*) poursuivant un objectif d'**harmonisation boursière** a notamment **défini les titres financiers et valeurs mobilières ainsi que les catégories d'investisseurs** (qualifiés ou non), et mis en avant les **problématiques de «best practices»** que doivent suivre les sociétés en matière de transparence et de risque systémique, et au regard des réglementations internes émanant des autorités nationales.

1.1.7. DIRECTIVE 2004/25/CE

La directive 2004/25/EC (OPA) a poursuivi la **mise en valeur des autorités nationales de contrôle en matière boursière**, et a permis de clarifier les relations entre **l'actionnariat** (définitions des titres et des droits de vote attachés, information liée à l'opération, protection des minoritaires) et les **organes de gestion/administration/surveillance** des sociétés (objectifs de transparence, contrôle effectif, attachement à la mise en place de codes ne contenant pas de dispositions impératives).

1.1.8. DIRECTIVE 2004/109/CE

La directive 2004/109/CE (*Transparence*) a mis en place la **coopération** des autorités nationales en matière de **contrôle boursier**, et l'exigence de fournir des rapports semestriels. La **transparence** prédomine, tant dans les politiques de rémunération que dans la responsabilité de **l'émetteur** vis-à-vis des organes d'administration, de surveillance ou de direction, ou qu'à l'égard des **investisseurs**.

1.1.9. DIRECTIVE 2005/56/CE

La directive 2005/56/CE (*fusion transfrontalière*) a accentué la **protection des actionnaires** (publicité du projet de fusion, approbation par les Assemblées, effets sur les actionnaires, protection de l'actionnariat salarié), et ce pour des sociétés de types différents.

1.1.10. DIRECTIVE 2006/43/CE

La directive 2006/43/CE (*audit comptable*) a œuvré à l'harmonisation des contrôles des comptes, et mis en avant la dimension **éthique** de ce contrôle (pas d'immixtion des contrôleurs dans le processus de décision interne). Le but premier est bien évidemment **l'information** saine et fiable des actionnaires.

1.1.11. DIRECTIVE 2006/46/CE

La directive 2006/46/CE a mis en place le principe du **comply or explain** (appliquer ou expliquer), étendant le champ de l'obligation faite aux sociétés cotées de publier la déclaration annuelle sur la gouvernance d'entreprise.

L'information due aux actionnaires tant sur les comptes que sur la déclaration, engage la responsabilité collective des organes de gestion, d'administration et de surveillance (sur l'établissement et la publication des comptes et de la déclaration).

1.1.12. DIRECTIVE 2006/48/CE

La directive 2006/48/CE anticipait déjà les problèmes que la crise a pu générer, puisqu'elle renforce **l'obligation** faite aux établissements de crédit et PSI de mettre en place et maintenir une politique de rémunération (création d'un comité de rémunération dans la gouvernance si la taille de la société le justifie).

Les objectifs sont donc une pratique saine en matière de rémunération, l'établissement d'une stratégie de prévention des risques, l'équilibrage des rémunérations fixe et variable, ayant pour effet de rendre transparente **l'information** sur la rémunération, et renforcer la **communication** en matière de titrisation.

1.1.13. DIRECTIVE 2006/68/CE

La directive 2006/68/CE avait pour objet central la société anonyme et les modifications de son capital, et plus indirectement la prévention des abus de marché.

L'aspect décisionnel de ces modifications de capital concerne aussi bien les organes de la société que l'assemblée des **actionnaires** (avec en plus la **protection des minoritaires** par l'intermédiaire du rapport d'expert, la **publicité** des opérations, la décision autorisant le rachat d'actions par la société...).

1.1.14. DIRECTIVE 2007/36/CE

La directive 2007/36/CE (Droits des actionnaires) a mis en avant le fait que la suppression du blocage des droits de vote attachés aux actions transférées quelques jours avant une assemblée devait être supprimée.

Dans ce sens, de **renforcement des droits des actionnaires**, on peut observer l'effectivité de l'information due aux actionnaires (information pré-assemblée, disponibilité des documents, possibilité de poser des questions écrites et d'inscrire des points à l'ordre du jour), l'égalité de traitement, et de la surveillance de l'efficacité du vote sur instructions.

La mise en place d'un système de **prévention des abus de vote par procuration**. Le fait que de plus en plus d'importants détenteurs d'actions de sociétés cotées soient **étrangers** a permis de prendre conscience de la nécessité de les **impliquer** et de faciliter et renforcer leur **participation active** au sein de la société.

1.1.15. DIRECTIVE 2007/63/CE

La directive 2007/63/CE (expert indépendant) prolonge la **protection des actionnaires** dans le cadre des opérations de fusion en ce qu'elle n'autorise une dérogation à l'obligation d'établir un rapport sur le projet de fusion que si l'ensemble des actionnaires concernés (les deux assemblées) l'approuve.

1.1.16. DIRECTIVE 2009/109/CE

La directive 2009/109/CE permet, dans la même logique, de **réduire l'impact d'une fusion pour les actionnaires** d'une filiale détenue à 90 % au moins par la société absorbante tout en autorisant la dispense d'un rapport d'expert indépendant (objectif d'allègement des modalités administratives des opérations).

1.1.17. DIRECTIVE 2010/73/CE

La directive 2010/73/CE (*Prospectus II*) met en place la notion d'autorité de surveillance financière européenne, et donc de coopération avec les autorités nationales. Pour les actionnaires, la **protection** est toujours l'objectif principal malgré la diminution des obligations administratives (dont on sait qu'elles ont principalement pour but d'informer ces actionnaires et le public).

Le seuil de l'investissement professionnel est rehaussé (ancien seuil à 50 000 euros) et le régime de **l'information** due est proportionné à l'importance de l'opération.

1.1.18. DIRECTIVE 2010/76/CE

La directive 2010/76/CE appréhende la **protection des actionnaires** sous l'angle du risque systémique, et sous son corollaire pour la gouvernance de la nécessité d'un solide dispositif de gouvernement d'entreprise (structure, organisation des responsabilités, contrôle des risques et gestion saine).

1.2. INITIATIVES EUROPÉENNES

Comme l'indique la Commission sur son site, l'harmonisation des règles relatives au droit des sociétés et au gouvernement d'entreprises, ainsi qu'à la comptabilité et au contrôle des comptes est **essentielle** pour la création d'un marché unique pour les services et produits financiers.

Dans les domaines du droit des sociétés et du gouvernement d'entreprise, il s'agit selon la Commission:

- d'assurer une protection équivalente pour les actionnaires et pour les autres parties ayant un intérêt dans les sociétés;
- d'assurer la liberté d'établissement pour les sociétés de toute l'UE;
- de promouvoir l'efficacité et la compétitivité des entreprises;
- de promouvoir la coopération transfrontalière entre les sociétés de différents États membres; et
- de stimuler la discussion entre les États membres sur la modernisation du droit des sociétés et du gouvernement d'entreprises.

Quarante ans après la création de la Communauté européenne, un réexamen en profondeur du droit des sociétés en Europe était en effet apparu comme indispensable, car beaucoup reconnaissent que le droit européen des sociétés n'a pas été en mesure de suivre des évolutions qui conditionnent pourtant son rôle et son application.

Il s'agit en particulier de la création du marché unique, dont investisseurs et sociétés souhaitent faire un usage optimal, de la montée en puissance des marchés européens de valeurs mobilières et de leur régulation, du développement des technologies modernes d'information et de communication, qui doit être facilité et pourrait être utilisé pour améliorer l'application du droit des sociétés, du développement des pratiques et normes de gouvernement d'entreprise.

1.2.1. RAPPORT DU GROUPE D'EXPERTS DE HAUT NIVEAU EN DROIT DES SOCIÉTÉS SUR UN CADRE RÉGLEMENTAIRE MODERNE POUR LE DROIT EUROPÉEN DES SOCIÉTÉS (2002)

Un Groupe à «haut niveau» d'experts en droit des sociétés a été créé par la Commission européenne en septembre 2001 pour formuler des recommandations en vue de la modernisation du cadre réglementaire constituant le droit européen des sociétés.

La première recommandation porte sur l'implication des actionnaires, particulièrement faible dans les sociétés cotées dont les assemblées générales sont désertées. Le Groupe en concluait qu'il faudrait par conséquent l'encourager, notamment en utilisant les moyens qu'offre la technologie moderne pour (i) poser des questions et présenter des résolutions, ou encore (ii) voter par correspondance, y compris depuis l'étranger.

Toutefois, les réactions à la consultation n'ont pas été favorables à une obligation d'exercer le droit de vote, et le groupe admet qu'aucune raison convaincante ne milite en faveur de l'imposition d'une telle obligation.

En revanche, les procédures d'investigation spéciale prévues dans plusieurs États membres sont un élément dissuasif important et devraient être reconnues au niveau de l'UE.

Une seconde recommandation concerne le rôle accru que devraient jouer les administrateurs extérieurs (« indépendants ») ou des conseils de surveillance, notamment dans le cas où les actionnaires sont trop dispersés pour contrôler directement la gestion ou au cas de présence d'un ou plusieurs actionnaire(s) majoritaire(s). Dans ces cas, la mission générale de

surveillance est particulièrement essentielle dans trois domaines où risquent de se produire des conflits d'intérêts: la nomination des dirigeants, leur rémunération, l'audit des comptes permettant d'évaluer les performances de la société.

S'agissant de la question de savoir s'il convient d'aligner les intérêts des administrateurs participant à la direction de l'entreprise avec ceux des actionnaires, en faisant en sorte que leur rémunération soit liée au cours de l'action, le Groupe observe que cela peut avoir toute une série d'effets négatifs. Le Groupe considère par conséquent que s'il n'y a pas lieu d'interdire la rémunération sous forme d'actions et d'option sur actions, il convient néanmoins de mettre en place des règles appropriées.

Les récents scandales d'entreprises américaines (Enron) et les réponses à la consultation soulignent l'importance décisive de la confiance dans les états financiers. A cet égard, certaines des réponses à la consultation ont été hostiles à l'introduction d'une règle-cadre sur la négligence sanctionnable (*wrongful trading*), dans un domaine qui, selon elles, relevait de la législation sur la faillite.

Le Groupe n'est pas de cet avis: il maintient au contraire que la responsabilité des administrateurs en cas d'insolvabilité a son effet le plus important avant la faillite et qu'elle constitue un élément primordial d'un système approprié de gouvernance des entreprises, si bien qu'elle devrait faire l'objet d'un encadrement au niveau de l'UE. De même, la fourniture d'informations trompeuses par les administrateurs doit être sanctionnée de manière appropriée, par exemple autravers de l'interdiction faite à une personne d'occuper la charge d'administrateur de société dans l'ensemble de l'UE.

Afin de permettre la mise en œuvre des préconisations de son rapport, le Groupe recommandait à la Commission d'élaborer un **plan d'action sur le droit des sociétés** qui définirait le programme de travail de l'UE, en établissant des priorités, pour les initiatives législatives dans le domaine du droit des sociétés, et de rechercher l'accord du Conseil et du Parlement européen sur ce plan d'action, en vue de son adoption.

1.2.2. COMMUNICATION DE LA COMMISSION SUR LA «MODERNISATION DU DROIT DES SOCIÉTÉS ET RENFORCEMENT DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS L'UNION EUROPÉENNE – UN PLAN POUR AVANCER» (2003)

Suivant la recommandation du groupe d'experts de haut niveau en matière de droit des sociétés présidé par Jaap Winter, la Commission a adopté la Communication (COM(2003)284) «Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer», après que le Conseil européen des 20 et 21 mars 2003 a confirmé la nécessité d'un **Plan d'action** à adopter par la Commission.

Dans un contexte marqué par les scandales financiers, la tendances des sociétés européennes à opérer sur l'ensemble du territoire de l'UE (élargie à dix Etats membres supplémentaires), l'intégration continue des marchés des capitaux européens, ainsi que le développement rapide des nouvelles technologies de l'information, la Communication définit les objectifs politiques clés qui devraient inspirer toute future action à prendre au niveau européen dans ces matières.

La Commission avait toutefois conscience que ces objectifs ne pourraient être atteints qu'en mettant en œuvre une **approche pleinement intégrée**, dans laquelle sont englobées plusieurs initiatives, liées à ce Plan d'action mais distinctes de celui-ci, à savoir:

- Le plan d'action sur les services financiers¹² de 1999 ;
- La stratégie en matière d'information financière¹³ de 2000¹⁴ ;
- La communication concernant la responsabilité sociale des entreprises (RSE)¹⁵ de 2002;
- La communication sur la Politique Industrielle dans une Europe élargie¹⁶ ;
- La communication sur les priorités en matière de contrôle légal dans l'UE¹⁷.

Le Plan d'action est fondé sur un large ensemble de propositions réunies sous six importants chapitres: gouvernement d'entreprise, maintien et modifications du capital, groupes et pyramides, restructuration et mobilité des entreprises, la Société privée européenne, les coopératives et d'autres formes d'entreprises.

Il a fait l'objet d'une consultation publique, d'une durée de trois mois, clôturée le 31 août 2003. A l'occasion de l'annonce des résultats de cette consultation, la Commission a annoncé que les premières initiatives prévues par le plan d'action en matière de gouvernement d'entreprise étaient attendues pour le deuxième semestre 2004.

À cet égard, la Commission a déclaré qu'elle considérait que les initiatives suivantes étaient les plus urgentes:

- une recommandation visant à promouvoir le rôle des **administrateurs extérieurs** («indépendants») et des conseils de surveillance (comités pour les nominations, les rémunérations et l'audit);
- une recommandation concernant la **rémunération des dirigeants**, visant à renforcer la transparence et l'influence des actionnaires.

Ces recommandations ont effectivement été émises en date du 14 décembre 2004 et du 15 février 2005. Elles ont ensuite été complétées par la recommandation 2009/385/CE en date du 30 avril 2009, dans la mesure où l'expérience acquise au cours des années précédentes et, surtout, la crise financière avaient entretemps montré que les structures de rémunération étaient devenues de plus en plus complexes, qu'elles étaient trop axées sur des performances à court terme et qu'elles avaient conduit, dans certains cas, à une rémunération excessive non justifiée par les performances.

A cet égard, la Commission a indiqué qu'elle estimait essentiel que les actionnaires, surtout les investisseurs institutionnels, exercent leur droit de vote sur la rémunération des administrateurs, mais qu'afin d'éviter des conflits d'intérêts, les administrateurs non exécutifs ne devraient pas pouvoir être rémunérés par des options sur actions.

Alors que le Plan d'action commençait à peine à être mis en œuvre, l'UE s'est trouvée confrontée à l'une des plus graves crises depuis les années trente, ce qui a conduit la Commission à engager une réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés, avec un focus particulier sur la question de la gouvernance d'entreprise.

¹² Communication de la Commission - Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers: plan d'action, COM (1999) 232 du 11.05.1999.

¹³ Stratégie de l'UE en matière d'information financière: la marche à suivre, Communication de la Commission, COM (2000) 359 du 13.06.2000.

¹⁴ Celle-ci a débouché sur l'adoption, en 2002, du règlement sur l'application des normes comptables internationales

¹⁵ Communication de la Commission concernant la responsabilité sociale des entreprises: Une contribution des entreprises au développement durable, COM (2002) 347 du 2.07.2002. Le forum plurilatéral européen sur la RSE réunit des représentants des organisations patronales, des syndicats et de la société civile. En 2004, il remettra à la Commission un rapport sur ses travaux et celle-ci, après évaluation des résultats, décidera de son avenir et de l'opportunité éventuelle d'autres initiatives appropriées.

¹⁶ Politique Industrielle dans une Europe élargie, Communication de la Commission, COM (2002) 714, 11.12.02.

¹⁷ (utilisation des normes ISA, contrôle public des commissaires aux comptes etc...)

En effet, l'une des leçons de la crise financière est que la gouvernance des entreprises, qui, jusqu'à présent, reposait généralement sur l'autodiscipline, n'a pas été aussi efficace qu'elle aurait pu l'être. Pour autant, il demeure essentiel que les entreprises soient mieux gérées, pour ne pas seulement réduire les risques de crise, mais d'améliorer aussi la compétitivité des entreprises.

Pendant que le Parlement européen prenait une initiative en matière de rémunération des dirigeants des sociétés cotées ainsi qu'au sein des établissements financiers (2010/2009 (INI)), la Commission s'est elle-aussi tout d'abord penchée sur le cas particulier des établissements financiers, en lançant au mois de juin 2010 une consultation sous la forme d'un livre vert portant sur leur gouvernance.

1.2.3. RÉOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN SUR LE RÉGIME DE RÉMUNÉRATION DES ADMINISTRATEURS DES SOCIÉTÉS COTÉES EN BOURSE (7 JUILLET 2010)

Mêlant considérations relatives à la politique de rémunération (salariale) aux sein des établissements financiers et recommandations en matière de gouvernance efficace au sein des sociétés cotées, la résolution du Parlement contient un certain nombre de lignes directrices, relatives au comité de rémunération (composé d'administrateurs non exécutifs), vote des actionnaires sur des politiques de rémunération des dirigeants (respectant le principe de l'égalité hommes-femmes), basées sur des critères de performance prédéterminés et mesurables (non seulement quantitatifs mais aussi qualitatifs, voire de simple bon sens), réalisant un bon équilibre entre une part fixe et une part variable (le versement de celle-ci étant différé à hauteur d'au moins 40%), ce qui favoriserait la viabilité à long terme de la société, plafonnement des «parachutes dorés» à l'équivalent de deux années de la composante fixe de la rémunération d'un administrateur (interdiction du versement de toute indemnité de fin de contrat en cas de performances négatives ou de départ volontaire).

En particulier, le Parlement estime que *« les dirigeants ne devraient pas suivre leur intérêt financier personnel dans leur gestion des sociétés cotées, car celui-ci, qui est lié à la part variable de leur rémunération, entre à bien des égards en conflit avec les intérêts à long terme de l'entreprise, notamment avec l'intérêt de ses salariés comme de ses actionnaires »*.

1.2.4. LIVRE VERT SUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS ET LES POLITIQUES DE RÉMUNÉRATION (2 JUIN 2010)

Ce livre vert¹⁸ constatait que le désintérêt relatif des actionnaires pour la surveillance des instances dirigeantes des établissements financiers avait contribué à déresponsabiliser ces dernières et a peut-être favorisé une prise de risques excessive au sein de ces établissements.

En effet, les actionnaires bénéficient pleinement des avantages d'une telle stratégie lorsque celle-ci fonctionne, alors qu'ils ne participent aux pertes que jusqu'au moment où la valeur des actions qu'ils détiennent tombe à zéro, après quoi les pertes sont supportées par les créanciers (on parle de «responsabilité limitée» des actionnaires).

La «financiarisation» de l'économie, grâce en particulier à la multiplication des sources de financement/d'apport en capital, a introduit de nouvelles catégories d'actionnaires montrant peu d'intérêt pour la viabilité à long terme de l'entreprise en raison de leurs horizons d'investissement relativement courts, voire très courts (trimestriel ou semestriel)¹⁹.

¹⁸ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:FR:PDF>

¹⁹ Voir article par Rakesh Khurana et Andy Zelleke, Washington Post, 8 février 2009.

À cet égard, l'alignement recherché des intérêts des dirigeants avec ces nouvelles catégories d'actionnaires a amplifié ces prises de risques et, dans beaucoup de cas, contribué à des rémunérations de dirigeants excessives, basées sur la valeur à court terme de l'action de l'entreprise comme unique critère de performance²⁰.

En outre, des risques de conflits d'intérêts peuvent survenir entre l'établissement financier et ses actionnaires/investisseurs, en particulier lorsqu'il existe des participations croisées ou des liens commerciaux entre l'investisseur institutionnel (par exemple par le biais de sa société mère) et l'établissement financier dans lequel il investit.

Plusieurs facteurs peuvent également contribuer à dissuader les investisseurs de prendre part activement dans les organes sociaux des établissements financiers dans lesquels ils investissent :

- (i) L'inexistence de droits effectifs pour exercer leur contrôle (comme par exemple l'absence de **droit de vote en matière de rémunération des dirigeants** dans certaines juridictions),
- (ii) le maintien de certains obstacles à **l'exercice transfrontalier du droit de vote**,
- (iii) des incertitudes quant à certaines notions juridiques (par exemple celle de l'«**action de concert**») et
- (iv) **la divulgation d'informations trop complexes et peu lisibles** par les actionnaires, en particulier en matière de risques encourus par les établissements financiers.

Naturellement, en ce qui concerne les prises de risques excessives, le comportement des actionnaires des établissements financiers, pourrait être un cas particulier du fait de la complexité et du caractère abscons des opérations de ces établissements.

La Commission était cependant consciente que cette problématique ne concernait pas seulement les établissements financiers, car elle pose plus généralement la question de l'effectivité des règles de gouvernance d'entreprise fondées sur la présomption d'un contrôle effectif des actionnaires.

Cette situation devait donc amener la Commission à engager un travail de réflexion plus large dans le cadre des sociétés cotées en général, ce qui fut fait en 2011 avec un autre Livre vert.

1.2.5. LIVRE VERT SUR LE CADRE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS L'UE (5 AVRIL 2011)

Le 5 avril 2011, la Commission européenne a lancé une consultation publique, sous la forme d'un Livre vert, sur les moyens d'améliorer la gouvernance des entreprises européennes, laquelle est classiquement (bien qu'un peu étroitement – cf. notre Glossaire) définie comme le système de gestion et de contrôle des entreprises.

Michel Barnier, membre de la Commission chargé du marché intérieur et des services, avait déclaré à ce propos: *«dans le contexte économique actuel, nous avons plus que jamais besoin d'entreprises bien gérées, c'est-à-dire responsables et durables. L'excès de court-termisme a eu des conséquences désastreuses. C'est pourquoi nous lançons aujourd'hui le débat sur l'efficacité du cadre actuel de gouvernance des entreprises. Ce dont nous avons surtout besoin, c'est que les conseils d'administration soient plus efficaces et que les actionnaires assument pleinement leurs responsabilités».*

²⁰ Voir Gaspar, Massa, Matos (2005), Shareholder Investment Horizon and the Market for Corporate control, Journal of Financial economics, vol 76.

Le Livre vert vise ainsi à lancer un débat général sur un certain nombre de questions, et notamment sur les questions suivantes:

- les moyens d'assurer le **bon fonctionnement des conseils d'administration** et la diversité de leurs membres, en promouvant par exemple la mixité hommes-femmes ou la coexistence de nationalités, de compétences et de parcours professionnels différent. Le livre vert se penche aussi sur la disponibilité des membres et le temps qu'ils consacrent à l'exercice de leurs fonctions, sur la gestion des risques et sur la rémunération des administrateurs.
- les solutions qui permettraient d'améliorer **le suivi et l'application des codes de gouvernance d'entreprise existant au niveau national**, de manière que les investisseurs et le public disposent d'informations pertinentes. Les entreprises qui ne se conforment pas aux recommandations de ces codes nationaux sont censées expliquer pourquoi, mais elles omettent trop souvent de le faire. Le livre vert pose la question de savoir si ces explications devraient être régies par des règles plus détaillées et s'il y a lieu de renforcer les compétences des organismes de contrôle nationaux en ce qui concerne les déclarations de gouvernance des entreprises.
- les moyens d'améliorer **l'implication des actionnaires** dans la gouvernance de l'entreprise et de les encourager à s'intéresser à la pérennité de ses résultats et de ses performances, tout en renforçant également la protection des actionnaires minoritaires. Il s'agit aussi de déterminer s'il y a lieu d'instaurer un mécanisme permettant aux émetteurs d'identifier leurs actionnaires, et s'il est nécessaire d'améliorer le cadre de la coopération entre actionnaires. S'agissant de cette dernière question (qui nous intéresse plus particulièrement dans le cadre de la présente étude consacrée aux **droits et obligations des actionnaires**), il a été clairement fait référence au livre vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers, publié en juin 2010 (voir ci-dessus).

Il est vrai que les conclusions du livre vert de 2010 sur l'implication insuffisante des actionnaires et sur les causes de ce phénomène s'appliquent aussi dans une large mesure au comportement des actionnaires des sociétés cotées avec actionnariat dispersé. Dans les sociétés avec un actionnaire dominant ou de contrôle, le défi majeur semble être celui de garantir une protection adéquate des intérêts (économiques) des actionnaires minoritaires.

1.2.5.1. Manque d'implication des actionnaires

Dans son acception communément admise, l'implication des actionnaires consiste pour eux à exercer un contrôle actif sur l'entreprise, à dialoguer avec son conseil d'administration et à exercer leurs droits, parmi lesquels le vote et la coopération avec les autres actionnaires, s'il y a lieu, pour améliorer la gouvernance de l'entreprise détenue et favoriser la création de valeur à long terme.

1.2.5.2. Court-termisme des marchés des capitaux

Les progrès importants accomplis sur les marchés de capitaux au cours des dernières décennies, et notamment les nouveaux produits et les évolutions techniques, ont porté pour l'essentiel sur la fonction de négociation de ces marchés et visé à favoriser la rapidité et l'efficacité des négociations.

Des innovations telles que la négociation à haute fréquence et la négociation automatisée semblent avoir accru la liquidité, mais ont aussi contribué à raccourcir la durée de détention des actions.

Au cours des vingt dernières années, les horizons d'investissement se sont considérablement réduits. Le volume des transactions sur les principales places boursières représente actuellement 150 % de la capitalisation annuelle boursière agrégée, ce qui correspond des durées moyennes de détention des valeurs de huit mois.

1.2.5.3. Les relations d'agence entre investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs

La Commission est consciente qu'il n'est pas nécessaire que tous les investisseurs s'impliquent dans les sociétés détenues. Les investisseurs sont libres de choisir un modèle d'investissement orienté vers le court terme sans s'impliquer plus avant.

Vision à court terme et mandats de gestion d'actifs

Cependant, les relations d'agence entre les investisseurs institutionnels (propriétaires d'actifs) et leurs gestionnaires contribuent à encourager la vision à court terme des marchés des capitaux et à nuire à une bonne formation des prix²¹.

Il s'avère que les gestionnaires d'actifs, compte tenu de la façon dont est évaluée leur performance, ainsi que des structures d'incitation de leurs rémunérations et de leurs commissions, sont incités à privilégier la recherche de bénéfices à court terme, ce qui a probablement un impact sur l'apathie des actionnaires.

Manque de transparence dans l'exécution des obligations fiduciaires

Une plus grande transparence en ce qui concerne l'exécution des obligations fiduciaires par les gestionnaires d'actifs, et notamment leurs stratégies d'investissement, le coût de rotation du portefeuille, la compatibilité ou l'incompatibilité du taux de rotation du portefeuille avec la stratégie convenue, le coût et les avantages de l'implication, etc., permettrait de déterminer plus aisément si les activités des gestionnaires d'actifs sont ou non bénéfiques pour les investisseurs institutionnels à long terme et pour la création de valeur à long terme pour leur compte.

De plus, la publication d'informations sur le degré et la portée de l'implication que les propriétaires d'actifs souhaitent voir leurs gestionnaires d'actifs exercer auprès des sociétés détenues, et sur l'implication concrète des gestionnaires d'actifs, pourrait se révéler utile²². Un tel contrôle renforcé pourrait amener les investisseurs institutionnels à long terme à renégocier les mandats de gestion d'actifs pour plafonner la rotation du portefeuille et imposer à leurs gestionnaires d'actifs de manifester plus d'initiative à l'égard des sociétés détenues²³.

1.2.5.4. Autres obstacles éventuels à l'implication des investisseurs institutionnels

Conflits d'intérêts

Les conflits d'intérêts dans le secteur financier semblent être l'une des raisons du manque d'implication des actionnaires. Les conflits d'intérêts naissent souvent lorsqu'un investisseur institutionnel ou un gestionnaire d'actifs, ou sa société mère, a un intérêt commercial dans la société détenue, par exemple dans le cas d'un groupe financier dont une succursale chargée de la gestion d'actifs peut vouloir dissimuler qu'elle exerce activement ses droits d'actionnaire

²¹ Paul Wooley, *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, dans *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

²² Voir aussi le paragraphe 7.3.4 de la consultation publique sur la révision de la directive MIF: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

²³ Le 31 janvier 2010, le Shareholder Responsibilities Committee de l'ICGN a publié un appel à contribution relatif à des clauses contractuelles-type pour les accords entre propriétaires d'actifs et leurs gestionnaires de fonds: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/

dans une société à qui sa société mère fournit des services ou dans laquelle elle détient une participation.

Obstacles à la coopération entre actionnaires

Pour les investisseurs individuels, en particulier ceux qui possèdent des portefeuilles diversifiés, l'implication peut s'avérer infructueuse. Une coopération entre actionnaires pourrait les aider à être plus efficaces.

Beaucoup de répondants au Livre vert de 2010 ont proposé de modifier la législation actuelle de l'UE sur l'**action concertée**, au motif qu'elle pourrait gêner la coopération entre actionnaires. La Commission reconnaît que des règles plus claires et plus uniformes sur l'action concertée seraient bénéfiques de ce point de vue.

1.2.5.5. Conseillers en matière de vote (*proxy advisors*)

Les investisseurs institutionnels possédant des portefeuilles d'actions très diversifiés sont confrontés à des difficultés pratiques pour évaluer en détail la manière dont ils devraient voter sur les points figurant à l'ordre du jour des assemblées générales des sociétés détenues. Par conséquent, ils recourent souvent aux services de *proxy advisors*, tels que les conseils de vote, le vote par procuration et les évaluations de la gouvernance d'entreprise.

L'influence des *proxy advisors* suscite des inquiétudes tenant au fait que les *proxy advisors* ne sont pas toujours suffisamment transparents quant aux méthodes adoptées pour élaborer leurs conseils. Plus spécifiquement, la méthode analytique qu'ils appliquent ne prendrait pas en considération les caractéristiques spécifiques des sociétés, les caractéristiques des législations nationales et les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise.

1.2.5.6. Identification des actionnaires

Récemment, il a été demandé à l'UE de prendre des mesures pour augmenter le degré de transparence des investisseurs²⁴ à l'égard des émetteurs d'actions²⁵. Les partisans de ces mesures font valoir que le fait de pouvoir identifier leurs actionnaires permettra aux émetteurs de dialoguer avec eux, notamment en matière de gouvernance d'entreprise, ce qui pourrait également renforcer d'une manière générale l'implication des actionnaires dans les sociétés dans lesquelles ils investissent²⁶.

La demande de création d'un outil européen pour l'identification des actionnaires ne fait toutefois pas l'unanimité :

- (i) Certains considèrent que grâce aux moyens modernes de communication, il est très facile d'informer et de consulter actionnaires et investisseurs potentiels sur les questions de gouvernance d'entreprise.
- (ii) Une meilleure connaissance des actionnaires pourrait également contribuer au maintien en place des dirigeants en fournissant à ces derniers des moyens de défense contre des mesures prises par les actionnaires pour mettre en cause leur gestion.

²⁴ Pour plus d'informations, voir le document de travail des services de la Commission *Review of the operation of Directive 2004/109/CE: emerging issues* – document accompagnant le rapport de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social européen et au Comité des régions sur l'application de la directive 2004/109/CE 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, SEC (2009) 611, pp. 88-94.

²⁵ Cette question a été également soulevée dans le Livre vert *Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération*, COM(2010) 284, qui se limitait toutefois aux établissements financiers.

²⁶ La Commission a déjà réfléchi au risque d'abus lié au vote vide (*empty voting*) dans sa consultation consacrée à la directive sur la transparence. Cette consultation a fait ressortir que le problème était lié au procédé de *record day capture* (appropriation de droits de vote par l'emprunt d'actions à la date de clôture).

- (iii) Dans certains États membres, le souci de protection de la vie privée se traduit aussi par des règles de protection des données interdisant aux intermédiaires de communiquer aux émetteurs des informations sur les actionnaires.

1.2.5.7. Protection des actionnaires minoritaires

La question de la protection des actionnaires minoritaires mérite d'être posée dans le contexte du rôle des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise et ce, pour un certain nombre de raisons.

L'implication des actionnaires minoritaires est difficile à réaliser dans les entreprises ayant un actionnaire de contrôle, sachant que ce modèle reste prédominant dans les entreprises européennes. Cela pose la question de savoir si l'approche *comply or explain* («appliquer ou expliquer») est viable dans de telles entreprises, notamment lorsque la protection des actionnaires minoritaires n'est pas suffisamment garantie.

Deuxièmement, la question se pose de savoir si les règles existantes de l'UE sont suffisantes pour protéger les intérêts des actionnaires minoritaires à l'égard d'abus potentiels d'un actionnaire de contrôle (ou des instances dirigeantes), notamment ceux qui sont commis à l'occasion de transactions entre parties liées (qui font l'objet d'une réglementation comptable au niveau de l'UE²⁷).

C'est pourquoi il a été suggéré²⁸ la mise en place d'une procédure plus contraignante :

- (i) Au-dessus d'un seuil, le conseil d'administration devrait nommer un expert indépendant chargé de fournir aux actionnaires minoritaires un avis impartial sur les modalités et conditions des transactions entre parties liées.
- (ii) Les transactions entre parties liées d'un montant important seraient soumises à l'approbation de l'assemblée générale.
- (iii) La publicité liée aux assemblées générales pourrait dissuader les actionnaires de contrôle d'effectuer certaines transactions et donnerait aux actionnaires minoritaires la possibilité de s'opposer à la résolution approuvant la transaction, mais certains proposent même d'exclure du vote les actionnaires de contrôle.

1.2.5.8. Participation des salariés au capital

L'intérêt du personnel dans la viabilité à long terme de son entreprise est un élément que le cadre en matière de gouvernance d'entreprise devrait prendre en compte. La participation du personnel dans la gestion de l'entreprise peut passer par l'information, la consultation et la participation au conseil d'administration. Mais elle peut également consister en une implication financière, en particulier par l'actionnariat salarié. La participation des salariés au capital relève d'une longue tradition dans certains pays européens²⁹.

Ces régimes sont essentiellement considérés comme un moyen de renforcer l'implication et la motivation des travailleurs, d'augmenter la productivité et de réduire les tensions sociales. Mais cette participation des salariés comporte aussi le risque d'un manque de diversification: si la société fait faillite, les salariés actionnaires peuvent perdre à la fois leur emploi et leurs économies. En tant qu'investisseurs, les salariés peuvent toutefois contribuer, de manière importante, à accroître la proportion d'actionnaires privilégiant les résultats de long terme.

²⁷ Voir l'article 43, paragraphe 1, point 7 *ter*, de la quatrième directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, point g), du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés et l'article 34, paragraphe 7 *ter*, de la septième directive 83/349/CEE du Conseil du 13 juin 1983 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, point g), du traité, concernant les comptes consolidés.

²⁸ Voir la déclaration sur les droits d'actionnaires minoritaires du forum européen du gouvernement d'entreprise.

²⁹ Communication sur le cadre pour la promotion de la participation financière des salariés, COM(2002) 364, *The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

CONCLUSION

La consultation a pris fin le 22 juillet 2011. La Commission a indiqué qu'elle examinerait soigneusement toutes les réponses et en publierait la synthèse à l'automne 2011. Sur cette base, il sera décidé si des propositions législatives sont nécessaires. Celles-ci ne seront toutefois présentées qu'à l'issue d'une analyse d'impact approfondie.

Il est intéressant de noter que certains participants à la consultation (Cf. EcoDa - European Confederation of Directors' Associations) ont stigmatisé l'influence sur les comportements court-termistes des actionnaires (notamment en ce qui concerne les investisseurs institutionnels qui sont des professionnels de la finance) de la gestion commerciale des marchés boursiers par des entreprises dont le *business model* repose sur la multiplication des transactions.

Les mêmes réponses attirent également l'attention sur le rôle joué par les normes comptables IFRS qui privilégient la *market value* et encouragent indubitablement de ce fait la circulation rapide des titres de mains en mains (la durée moyenne de détention n'est que de huit mois) afin de dégager des profits lors de la revente. L'indexation de la rémunération des gestionnaires de portefeuille sur ces gains immédiats est un facteur supplémentaire qui a indéniablement dû jouer dans le même sens.

1.2.6. RÉFLEXION SUR L'AVENIR DU DROIT EUROPÉEN DES SOCIÉTÉS (2012)

Le droit européen des sociétés est une pierre angulaire du marché intérieur. Il a considérablement évolué au cours des quarante dernières années dans l'UE, au sein de laquelle l'harmonisation couvre notamment les aspects suivants: la protection des intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes, la constitution et le maintien du capital des sociétés anonymes, les OPA, les fusions et les scissions, les droits des actionnaires, ainsi que des domaines connexes tels que la comptabilité et l'information financière.

Plus récemment, toutefois, l'adoption de textes de droit des sociétés européen s'est heurtée à des difficultés croissantes, alors que, dans le même temps, la dimension transfrontière de l'activité économique s'est très fortement développée, tant du point de vue des entreprises que des consommateurs.

Dans ce contexte, la Direction Générale du marché intérieur et des services a lancé, fin 2010, un exercice de réflexion, en créant un groupe de réflexion *ad hoc* composé d'universitaires de renom.

Ce groupe a présenté à la Commission un rapport contenant un certain nombre de recommandations relatives aux actions à mener. Ce rapport a fait l'objet d'un débat lors d'une conférence publique à Bruxelles les 16 et 17 mai 2011.

En février 2012, la Commission a lancé une consultation publique afin de recueillir l'avis de toutes les parties intéressées. Celle-ci couvrait les questions suivantes:

Objectifs et champ d'application du droit européen des sociétés

- Quels devraient être les principaux objectifs du droit européen des sociétés?
- Les règles en vigueur sont-elles adaptées aux défis actuels? Dans quels domaines doivent-elles évoluer?
- Quel lien entre droit des sociétés et gouvernance d'entreprise?

Codification du droit européen des sociétés

- Les directives existantes en matière de droit des sociétés devraient-elles être fusionnées en un seul instrument, afin de rendre le cadre réglementaire plus facile à consulter et à appliquer?

Avenir des formes de société au niveau européen

- Quels avantages et quels inconvénients les formes juridiques européennes présentent-elles?
- Les formes de société existantes doivent-elles être soumises à un réexamen?
- Faudrait-il envisager d'autres instruments?

Mobilité transfrontalière des sociétés

- Comment pourrait-on faciliter le transfert transfrontalier du siège d'une entreprise?
- Que doit-il se passer si une société se sépare en différentes entités situées dans différents États membres?
- Les règles sur les fusions transfrontalières devraient-elles être réexaminées?

Groupes de sociétés (ensembles de sociétés dépendant d'une seule direction ou d'une seule source de contrôle)

- L'UE doit-elle agir dans ce domaine?

Régime en matière de capital pour les sociétés européennes

- Les exigences de capital minimal et les règles relatives au maintien du capital devraient-elles être modifiées et mises à jour?

Michel Barnier annoncera à la fin du premier semestre 2012 des initiatives possibles en matière de gouvernance d'entreprise et de droit des sociétés.

Par souci de cohérence, avec la consultation publique menée en 2011 sur la gouvernance d'entreprise (Livre vert), les éventuelles actions de suivi à mener seront annoncées en même temps pour ces deux domaines, au deuxième semestre 2012.

Il existe en effet des liens étroits entre ces deux champs d'action: certaines règles en matière de gouvernance d'entreprise sont inscrites dans le droit des sociétés, tandis que le droit des sociétés traite en grande partie de questions de gouvernance d'entreprise.

1.2.7. RÉSOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN SUR UN CADRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE POUR LES SOCIÉTÉS EUROPÉENNES (29 MARS 2012)

De son côté, le Parlement européen, tout en se félicitant de la révision du cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE lancée par le Livre vert de la Commission, déplore toutefois que le Livre vert laisse de côté d'importantes questions touchant à la gouvernance d'entreprise, telles que:

- la prise de décisions au sein des conseils d'administration,
- la responsabilité et l'indépendance des administrateurs,
- les conflits d'intérêts ou l'implication des parties prenantes.

C'est pourquoi le Parlement européen a adopté une résolution qui consacre de nombreux développements aux questions relatives aux **actionnaires**.

1.2.7.1. Implication des actionnaires

Le Parlement européen estime qu'il convient d'encourager les actionnaires à s'impliquer dans l'entreprise en renforçant leur rôle, mais que cette implication devrait procéder d'un libre choix et ne jamais constituer une obligation.

Le Parlement demande donc à la Commission de modifier la directive sur les droits des actionnaires, de manière à évaluer les moyens de renforcer la participation des actionnaires, notamment transfrontaliers, en tenant compte par exemple du rôle du vote électronique lors des assemblées générales des sociétés cotées.

Il apparaît également nécessaire de définir clairement la notion d'«**action concertée**», l'absence de règles uniformes constituant l'un des principaux obstacles à la coopération des actionnaires.

Enfin, même si la protection des actionnaires minoritaires est une question qui est régie par des dispositions nationales relevant du droit des sociétés, une action de l'Union pourrait être utile pour promouvoir le vote par procuration.

1.2.7.2. Identification des actionnaires

Il conviendrait d'envisager des mesures d'incitation aux investissements à long terme, ainsi qu'une obligation de transparence intégrale des votes attachés aux titres empruntés, outre les titres au porteur.

S'agissant précisément de la forme que peuvent revêtir les actions (qui conditionne l'anonymat auquel peuvent prétendre leurs titulaires), les sociétés devraient être en droit de choisir entre le régime des actions nominatives et celui des actions au porteur.

Il en résulte que, si elles optent pour le régime des actions nominatives, les sociétés devraient être en droit de connaître l'identité de leurs propriétaires et que des exigences d'harmonisation minimale devraient être fixées au niveau de l'Union en ce qui concerne la publication des participations significatives, sachant qu'à l'inverse cela ne devrait pas porter atteinte au droit des propriétaires d'actions au porteur de ne pas divulguer leur identité.

1.2.7.3. Investisseurs institutionnels

Il faudrait également revoir le comportement des investisseurs institutionnels, qui consiste à créer des liquidités et à conserver de bonnes notations, sachant que cela ne fait qu'encourager la détention à court terme d'actions par ces investisseurs.

Le cas particulier des investisseurs institutionnels mérite qu'on s'y attarde: ceux-ci ont l'obligation fondamentale de protéger leurs investissements. Il leur incombe par conséquent de surveiller le gestionnaire d'actifs qu'ils ont nommé pour ce qui est des stratégies, des coûts, de la négociation et du degré d'implication de ce gestionnaire d'actifs auprès des sociétés détenues, et, partant, d'exiger une transparence adéquate dans l'exécution des obligations fiduciaires.

Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels devraient être libres de concevoir les structures d'incitation applicables dans leurs relations professionnelles avec les gestionnaires d'actifs.

1.2.7.4. Transparence

La directive sur les droits des actionnaires entérine le principe de l'égalité de traitement des actionnaires et que, dès lors, tous les actionnaires (institutionnels ou non) sont en droit de recevoir les mêmes informations de la part de la société, quelle que soit la participation qu'ils prennent dans cette société.

En conséquence, la Commission doit faire des propositions équilibrées de lignes directrices européennes sur la nature des informations divulguées aux actionnaires dans les rapports annuels des entreprises, sachant que ces informations doivent être de bonne qualité et instructives.

Plus largement, il faut constater que le marché manque d'une perspective à long terme, si bien que la Commission devrait passer en revue toute la législation concernée pour évaluer si certaines conditions posées ont pu contribuer par inadvertance à cette vision à court terme.

Dans ces conditions, le Parlement estime qu'il y a lieu de se féliciter, en particulier, de la proposition de la Commission d'abandonner l'exigence d'une déclaration trimestrielle imposée

par la directive "transparence", qui en apprend peu aux actionnaires et ne fait que créer des opportunités commerciales à court terme.

1.2.7.5. Gestion des conflits d'intérêts

Les conseillers en matière de vote (*proxy advisors*) jouent un rôle très important, mais leur activité est souvent sujette à des conflits d'intérêt. Or, les conflits d'intérêt, y compris ceux de nature potentielle, devraient toujours être divulgués, si bien qu'une action appropriée s'impose en la matière au niveau de l'Union.

A cet égard, on doit approuver les lignes directrices contenues dans la déclaration du Forum européen du gouvernement d'entreprise sur les **transactions entre parties liées** pour les sociétés cotées, du 10 mars 2011, la Commission étant invitée à prendre des mesures au niveau de l'Union au travers d'un acte non contraignant, tel qu'une recommandation.

C'est pourquoi la Commission devrait imposer aux conseillers en matière de vote des règles plus strictes, en accordant une attention particulière aux questions de transparence et de conflit d'intérêt. A titre d'exemple, les conseillers en matière de vote devraient se voir interdire de fournir des services de conseil aux sociétés détenues.

1.2.7.6. Gouvernement d'entreprise

S'agissant des codes de bonnes pratiques (*stewardship codes*) à l'usage des investisseurs institutionnels dans toute l'UE, il convient de saluer leur développement, mais le véritable défi consiste à élaborer un code européen de bonnes pratiques, lequel pourrait être défini sur la base des modèles disponibles et en collaboration avec les autorités nationales.

En revanche, la question des régimes de participation des salariés au capital devrait être réglée au niveau des États membres et faire l'objet de négociations entre employeurs et salariés, et que la possibilité de participer à un tel régime devrait toujours revêtir un caractère volontaire.

2. LES DISPOSITIONS LÉGISLATIVES ET LES INITIATIVES DES ÉTATS MEMBRES

- Lorsqu'on se penche sur les lacunes de la situation en matière de gouvernance d'entreprise, la première question qui se pose est de savoir s'il est possible d'obliger les actionnaires à exercer leurs droits, à commencer par le premier d'entre eux, à savoir le droit de voter.
- De son côté, la société émettrice est obligée de respecter le droit qu'a chaque actionnaire de voter «avec les pieds», c'est-à-dire de se retirer librement, en vendant les titres dont il est propriétaire, et ce dans les meilleures conditions financières possibles, ce qui suppose une information convenable de la part des dirigeants

Ainsi que le souligne notre correspondant belge, s'agissant des droits des actionnaires tels qu'ils sont reconnus par **les droits des sociétés** on peut généralement distinguer les droits suivants, catégorisés en fonction de leur nature (financière ou et non):

- Droits non financiers:
 - le droit d'assister, de parler et de poser des questions aux administrateurs ou par le vérificateur dans les assemblées générales;
 - le droit de voter des résolutions aux assemblées générales (par exemple sur la nomination ou la révocation des administrateurs, à chaque modification des statuts de la société ou sur les restructurations fondamentales);
 - le droit de convoquer une assemblée générale et d'ajouter des éléments à l'ordre du jour, à condition que l'actionnaire représente au moins 20% du capital social enregistré;
 - le droit de déterminer la rémunération globale du conseil d'administration, sauf stipulation contraire dans les statuts de la société;
 - le droit de contrôle conféré à chaque actionnaire d'une société non cotée, si la société n'a pas nommé un vérificateur externe.
- Droits financiers:
 - droit de recevoir des dividendes;
 - droit préférentiel de souscription à une augmentation de capital avec apport en numéraire.

Cette analyse classique est parfaitement correcte en droit des sociétés mais nous y ajouterons – s'agissant des droits «financiers» appartenant à un propriétaire de titres de capital – le droit de vendre ses actions au meilleur prix, même si cela nous éloigne un peu du droit des sociétés proprement dit pour nous conduire à intégrer dans notre réflexion les principes animant les **réglementations boursières** (lesquelles sont souvent d'origine communautaire).

Il faut dire aussi que les interrogations relatives aux droits (et obligations) des actionnaires au sein de l'UE sont notamment provoquées par l'analyse des carences observées dans de nombreuses **sociétés cotées** en termes de gouvernance d'entreprise (ce dernier étant supposé souffrir d'un défaut d'implication de la part des actionnaires).

Traditionnellement, lorsqu'on s'interroge sur les droits des actionnaires (et sur les obligations qui s'imposent à eux en contrepartie de ces droits) on peut distinguer les droits *non financiers*, qui renvoient à la qualité d'associé titulaire d'un droit de vote (Chapitre 2.1), et les droits *financiers*, qui renvoient davantage à la qualité de propriétaire d'un titre de capital (Chapitre 2.2).

2.1. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QU'ASSOCIÉS TITULAIRES D'UN DROIT DE VOTE

S'agissant principalement du **droit de vote** des actionnaires (1) – et de leurs obligations corrélatives (2) – il a semblé intéressant de comparer les approches retenues dans les différents États membres, afin de déterminer le type de logique qu'on y privilégie :

- (i) S'agit-il de la mise en place d'une **incitation soft** passant par l'abondance d'informations censées convaincre les actionnaires de manifester lors des AG un consentement (vote, inscription de résolutions, etc.) désormais parfaitement éclairé?
- (ii) ou bien plutôt du recours à des **recettes plus prosaïques**, passant par un savant dosage entre la «carotte» (avec l'attribution de récompenses en faveur de la fraction stable de l'actionnariat) et le «bâton» (avec la sanction des comportements déloyaux)?

Force est de constater qu'à l'heure actuelle, notamment sous l'impulsion du droit de l'UE qui s'est jusqu'à présent concentré sur la prise en compte des droits d'actionnaires en lien avec la tenue des assemblées générales dans les sociétés cotées, c'est la première logique qui s'impose au sein de l'UE.

2.1.1. DROITS DES ACTIONNAIRES EN TANT QU'ASSOCIÉS TITULAIRES D'UN DROIT DE VOTE

Le droit de vote apparaît comme l'une des principales prérogatives d'un actionnaire, car c'est lui qui permet de se comporter comme un «**associé**» en prenant part aux décisions collectives prises au sein de l'assemblée générale des actionnaires (AG).

L'assemblée générale (AG) constitue la grande occasion qui est donnée aux actionnaires pour prendre conscience de leur qualité d'associé et donner libre cours aux idées personnelles que peut susciter leur attachement aux affaires sociales (*affectio societatis*), même si ce dernier est objectivement atténué dans une société par actions (*a fortiori* si elle est cotée) par rapport à ce qu'on peut rencontrer dans des sociétés de personnes (ces dernières étant toutefois en dehors du champ de la présente étude).

Or, pour pouvoir exercer ce droit de vote dans toute sa plénitude, encore faut-il être convenablement informé des sujets qui seront abordés lors de l'assemblée générale, **afin que le consentement qui y sera donné soit véritablement éclairé.**

Lorsqu'on passe en revue les différents droits nationaux régissant les sociétés par actions au sein de l'UE, on s'aperçoit d'ailleurs que la plupart des droits reconnus à l'actionnaire individuel (pris en tant qu'associé) ont trait à son information, soit directement soit indirectement (désignation d'un vérificateur, expertise de gestion, etc.), sur la manière dont la société dont il est associé est gérée.

Naturellement, ces droits à l'information n'ont véritablement d'intérêt que pour les actionnaires qui ne sont pas à la tête de l'entreprise dont ils n'assurent pas eux-mêmes la direction.

C'est la raison pour laquelle ces droits sont généralement associés à la qualité d'**actionnaire minoritaire**, celle-ci étant fréquente au sein de l'actionnariat des **sociétés cotées** (du moins chez celles dont le capital est largement diffusé dans le public – ce qui n'est toutefois pas le cas de la majorité des PME et des ETI).

Il faut dire aussi que le droit de l'UE s'est tout spécialement intéressé à l'information des actionnaires dans le cas des sociétés cotées, lesquelles sont astreintes à une obligation d'information permanente de leurs actionnaires.

S'agissant des droits (non financiers) de l'actionnaire pris en qualité d'associé, on peut distinguer le droit à l'information (2.1.1.1.), qui s'explique essentiellement à la lumière des droits relatifs à l'expression d'un vote en AG (2.1.1.3.), le cas échéant après une phase de préparation (2.1.1.2.).

2.1.1.1. Droit à l'information

Le droit à l'information des actionnaires, qui leur permet d'agir efficacement en tant qu'associés lors des assemblées, se décline en un accès à de l'information permanente dans les sociétés cotées (A), complété le cas échéant par une information périodique sur les comptes sociaux (B), mais il repose surtout sur l'information ponctuelle dans le cadre de la convocation à l'AG (C).

A) Droit à l'information permanente

Le droit à l'information permanente des actionnaires (par la société s'exprimant au travers de ses dirigeants) est expressément reconnu dans les sociétés cotées, même s'il faut reconnaître que le **véritable bénéficiaire** de cette information est en réalité le «marché» - dans la mesure où la communication des informations considérées comme «privilegiées» (au sens de la directive 'Abus de marché') sont destinées au **public** et non pas seulement aux personnes qui justifient de la qualité d'associé de l'entreprise.

Cela n'empêche pas certains États membres de prévoir des dispositions spécifiques autorisant les actionnaires - y compris dans des sociétés non cotées - à poser des questions à la direction de l'entreprise.

En Lituanie par exemple, les actionnaires qui détiennent ou contrôlent plus de 50 % du capital ont le droit d'accéder à tous les documents de la société à condition de ne pas divulguer de secrets liés à l'activité de l'entreprise, et toutes autres informations confidentielles. On peut douter de l'opportunité de retenir cette transparence extrême dans l'inventaire des bonnes pratiques, alors que les questions relatives à l'intelligence économique se posent avec une acuité particulière dans un monde ouvert comme jamais à la concurrence. Les risques de fuite paraissent à cet égard plus importants que les bénéfices à attendre de ce dispositif pourtant vertueux.

Cette faculté de poser des questions est généralement ouverte «à tout moment» mais il n'est pas toujours obligatoire pour la direction de l'entreprise de répondre aux questions ainsi posées, en dehors du cadre institutionnel d'une assemblée.

C'est en effet à l'occasion de la réunion d'une assemblée que le dialogue entre les actionnaires et les organes de direction et/ou de surveillance peut vraiment se développer (voir ci-après).

B) Droit à l'information périodique (comptes)

Le deuxième axe privilégié par le droit de l'UE en matière d'information des actionnaires concerne les états financiers et/ou comptables qui leurs sont périodiquement communiqués.

Là-encore, un accent particulier a été mis sur les sociétés cotées, dont les actionnaires sont par définition beaucoup plus nombreux que dans les sociétés fermées (pour lesquelles les problématiques sont différentes, notamment en ce qui concerne la nécessité de protéger le **secret des affaires**).

En Suède, dans les sociétés ne comprenant pas plus de 10 actionnaires, chaque actionnaire ou mandataire doit pouvoir examiner les comptes ainsi que les autres documents concernant les opérations de la société dans la mesure où cet actionnaire est en mesure de procéder à ces vérifications. L'organe de direction et d'administration peut également aider l'actionnaire notamment en fournissant des enquêtes, des documents nécessaires à l'évaluation de la société si cela n'a pas un coût déraisonnable. Ces documents ne doivent pas être délivrés si cela causerait un dommage à la société.

Naturellement, un tel droit serait incomplet s'il ne s'accompagnait pas de la faculté de faire **vérifier ces comptes** par des experts impartiaux.

C'est pourquoi de nombreux États membres reconnaissent aux actionnaires la possibilité d'approfondir la question.

Ainsi, en Lettonie (à titre d'exemple), les actionnaires bénéficient des droits suivants:

- nomination d'un expert du bureau du registre du commerce, afin d'inspecter les conditions de création de la société (valable un an à compter de la création de la société);
- droit d'apporter des objections à l'élection du vérificateur, valable deux mois à compter de l'élection;
- droit d'inviter un autre vérificateur à ses frais;
- droit de réclamer le report de l'approbation du rapport annuel de la société;
- droit de requérir une vérification interne dans l'entreprise;
- droit de requérir que le contrôleur de l'entreprise (si élu) examine les activités de l'entreprise et le rapport annuel.

Au Danemark, les actionnaires détenant au moins un dixième du capital peuvent élire un commissaire aux comptes supplémentaire.

En France, la loi (article L. 242-6 du code de commerce) accorde une protection supplémentaire aux actionnaires en punissant d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 EUR, le délit de «**faux bilan**», infraction définie comme le fait pour un dirigeant de «publier ou présenter aux actionnaires, même en l'absence de toute distribution de dividendes, des comptes annuels ne donnant pas, pour chaque exercice, une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice, de la situation financière et du patrimoine, à l'expiration de cette période, en vue de dissimuler la véritable situation de la société».

Le contenu des comptes sociaux (le cas échéant consolidés) est un élément important de l'information des actionnaires sur la qualité de la gestion opérée par les dirigeants sociaux, sous la surveillance de l'organe compétent (conseil d'administration).

C) Droit à l'information ponctuelle

Afin de savoir à quoi s'en tenir et de susciter leur éventuelles contributions, il est normal que les actionnaires soient informés de **l'ordre du jour** envisagé par la direction de l'entreprise et/ou son organe de surveillance pour la prochaine assemblée générale à laquelle ils sont convoqués.

En Grèce, à la demande de tout actionnaire, le conseil d'administration est tenu de fournir à l'Assemblée les informations spécifiques demandées concernant les affaires de la Société relatives aux points inscrits à l'ordre du jour.

Il est important de souligner ici que cette réunion des actionnaires, qui sont invités à composer l'organe social suprême de la société – devant lequel le mandat de gestion confié aux dirigeants est susceptible d'être remis en question – intervient nécessairement (au moins) **une fois par an**, ne serait-ce que pour approuver les comptes relatifs au dernier exercice clos.

2.1.1.2. Droit de participer à la préparation de l'Assemblée générale (AG)

Compte tenu de l'enjeu majeur que représente l'AG pour les actionnaires qui y trouvent une occasion rare de remplir leur rôle d'associés (A), il est normal que le droit des sociétés leur accorde un certain nombre de droits relatifs à la préparation d'une telle AG (B).

A) L'enjeu majeur que représente une AG

Souvent qualifiée d'organe social «suprême» ou «souverain», l'assemblée générale est **seule compétente** pour prendre les décisions les plus importantes – sur le long terme - dans la vie d'une société.

Il s'agit en effet:

- (i) non seulement d'approuver les comptes sociaux et de désigner les membres des organes de surveillance;
- (ii) mais aussi de modifier le cas échéant les statuts (objet social, augmentation ou réduction du capital), voire de faire disparaître la société (fusion ou liquidation).

Dans de nombreux États membres, la première série de résolutions (§(i) ci-dessus) sont généralement adoptées à la majorité simple, au sein d'une AG statuant à titre «ordinaire» (AGO), tandis que les secondes le sont à la majorité renforcée, au sein d'une AG statuant à titre «extraordinaire» (AGE).

Tableau 1: Majorité dans l'AG

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
Allemagne	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Modification de la structure de la société • Autoriser des décisions qui ne le sont pas par les statuts • Nomination des commissaires aux comptes • Approbation de toutes décisions qui intéressent directement et substantiellement les intérêts des actionnaires 	
Autriche	<ul style="list-style-type: none"> • Désignation des membres des organes de gestion • Détermination de leur rémunération • Acceptation ou rejet d'une offre publique d'acquisition • Plan de stock-options 	<p><u>Majorité: 3/4</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation ou réduction de capital social • Transformation de la société en une société européenne • Dissolution, liquidation, fusion de la société
Belgique	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Approbation du rapport de gestion • Approbation du rapport du commissaire aux comptes 	<p><u>Quorum: 1/2 à la 1ère convocation, pas de quorum pour la 2ème convocation</u></p> <p><u>Majorité: 3/4</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation du capital • Modification des droits attachés aux titres <p><u>Quorum: 1/2 à la 1ère convocation, pas de quorum pour</u></p>

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
		la 2ème convocation <u>Majorité:</u> 4/5 <ul style="list-style-type: none">• Modification de l'objet social
Bulgarie	<ul style="list-style-type: none"> • Désignation et révocation des membres des organes de gestion • Détermination de leur rémunération • Approbation des comptes annuels 	<u>Quorum:</u> 1/2 à la 1ère convocation, pas de quorum pour la 2ème convocation <u>Majorité:</u> 2/3 <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation ou réduction du capital • Transformation de la forme sociale de la société • Dissolution de la société
Chypre	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels 	<u>Majorité:</u> 3/4 <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts
Danemark	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Désignation des membres des organes de gestion • Désignation des commissaires aux comptes • Approbation des comptes annuels 	
Espagne	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Modification de la structure de la société • Rachats d'actions de la société ou d'une autre société • Approbation des comptes 	

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
	annuels <ul style="list-style-type: none"> • Affectation des résultats • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Liquidation de la société 	
Estonie	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Affectation des résultats • Désignation et révocation des membres des organes de gestion • Détermination de leur rémunération • Désignation des commissaires aux comptes 	<u>Majorité: 2/3</u> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts
Finlande	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Affectation des résultats 	<u>Majorité: 2/3</u> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Rachats d'actions de la société ou d'une autre société • Emission d'actions avec ou sans droit de préemption • Dissolution, liquidation, fusion de la société
France	<u>Quorum: 1/5 à la 1^{ère} convocation, pas de quorum pour la 2^{ème} convocation</u> <u>Majorité: 1/2</u> <ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes 	<u>Quorum: 1/4 à la 1^{ère} convocation, 1/5 pour la 2^{ème} convocation</u> <u>Majorité: 2/3</u> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
	<p>annuels</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nomination et révocation des membres des organes de gestion 	<ul style="list-style-type: none"> • Augmentation du capital
Grèce	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation ou réduction de capital social • Affectation des résultats • Approbation des comptes annuels • Dissolution, liquidation, fusion de la société 	
Hongrie	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Transformation de la forme sociale de la société • Approbation des comptes annuels • Augmentation ou réduction de capital social • Nomination et révocation des membres des organes de gestion 	
Irlande	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Nomination et révocation des membres des organes de gestion 	<p><u>Majorité: 3/4</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation ou réduction de capital social • Approbation d'une aide financière pour l'achat ou la souscription d'actions

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
		<ul style="list-style-type: none"> • Approbation d'un accord entre la société et ses créanciers
Italie	<p><u>Quorum:</u> 1/2</p> <p><u>Majorité:</u> 1/2</p> <ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Détermination de leur rémunération • Décider de la responsabilité des membres • Affectation des résultats • Désignation des commissaires aux comptes 	<p><u>Quorum:</u> 1/2 à la 1^{ère} convocation, 1/3 à la 2^{ème} convocation</p> <p><u>Majorité:</u> 1/2 à la 1^{ère} convocation, 2/3 à la 2^{ème} convocation</p> <ul style="list-style-type: none"> • Modifications des statuts • Emission d'instruments financiers en faveur des salariés ou des sociétés contrôlées • Nomination et révocation des liquidateurs et détermination de leurs pouvoirs
Lettonie	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Affectation des résultats • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Désignation des commissaires aux comptes 	<p><u>Majorité:</u> 3/4</p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Emission des produits financiers • Modification de la structure de la société • Dissolution de la société
Lituanie	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes 	<p><u>Majorité:</u> 2/3</p>

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
	<p>annuels</p> <ul style="list-style-type: none"> • Désignation des commissaires aux comptes 	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation ou réduction de capital social • Transformation de la forme sociale de la société • Modification de la structure de la société <p><u>Majorité: 3/4</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Renonciation des actionnaires à bénéficier de leur droit préemption pour acquérir des actions nouvellement émises ou d'obligations convertibles
Luxembourg	<ul style="list-style-type: none"> • Modifications des statuts • Modification de la structure de la société • Augmentation du capital social dans les limites autorisées • Autoriser les membres du conseil d'administration à procéder à une augmentation du capital • Approbation des comptes annuels • Affectation des résultats • Dissolution, liquidation, fusion de la société 	

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
Malte	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Affectation des résultats • Désigner et révoquer des commissaires aux comptes 	
Pays-Bas	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Approuver les comptes annuels • Emission d'action avec ou sans un droit de préemption • Réduction du capital social • Approbation d'un contrat significatif conclu par la société • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Dissolution, liquidation, fusion ou scission de la société 	
Pologne	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Approbation des comptes annuels et des opérations de la société • Emission d'obligations convertibles avec ou sans droit de préemption • Augmentation du capital par souscription de warrants • Rachats d'actions de la société ou d'une autre société • Dissolution, liquidation, fusion 	

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
	de la société	
Portugal	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Nomination et révocation des membres des organes de gestion 	<p><u>Quorum:</u> 1/3 à la 1^{ère} convocation, pas de quorum pour la 2^{ème} convocation</p> <p><u>Majorité:</u> 2/3</p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Dissolution, liquidation, fusion de la société. <p><i>Remarque: si lors de la 2^{ème} convocation, le quorum est de 1/2 alors la majorité simple suffit</i></p>
République tchèque	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Approbation des comptes annuels • Augmentation ou réduction de capital social • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Transformation de la forme sociale de la société • Dissolution, liquidation, fusion de la société. 	
Roumanie	<p><u>Quorum:</u> 1/2 à la 1^{ère} convocation, pas de quorum à la 2^{ème} convocation</p> <p><u>Majorité:</u> 1/2</p> <ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Nomination et révocation des 	

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
	<p>membres des organes de gestion</p> <ul style="list-style-type: none"> • Détermination de leur rémunération <p><u>Quorum</u>: 3/4 à la 1^{ère} convocation, 1/2 à la 2^{ème} convocation</p> <p><u>Majorité</u>: 1/2 à la 1^{ère} convocation, 1/3 à la 2^{ème} convocation</p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Modification du siège social • Modification de l'objet social • prolongation de la durée de vie de la société • Dissolution de la société 	
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Réduction du capital • Rachats d'actions de la société ou d'une autre société • Révocation des commissaires aux comptes • Approuver une limitation de responsabilité du CAC envers la société • Transformation de la forme sociale de la société 	

	majorité simple (AGO)	majorité renforcée (AGE)
Slovaquie	<ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Augmentation ou réduction de capital social • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Détermination de leur rémunération • Approbation des comptes annuels • Dissolution, liquidation, fusion, scission de la société 	
Slovénie	<p>Nomination d'un commissaire spécial pour:</p> <ul style="list-style-type: none"> • contrôler les décisions de la société • rapport sur la décision d'augmenter ou de diminuer le capital social • contrôler le compte annuel 	<p><u>Majorité: 3/4</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts • Modification des droits de vote attachés à une action • Augmentation du capital social
Suède	<ul style="list-style-type: none"> • Approbation des comptes annuels • Nomination et révocation des membres des organes de gestion • Détermination de leur rémunération • Affectation des résultats 	<p><u>Majorité: 2/3</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Modification des statuts

Source: JeantetAssociés

B) Les droits relatifs à la préparation d'une AG

La directive 2007/36/CE contient une série de règles visant en particulier à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires des sociétés cotées de l'UE, même si elle est applicable aux actionnaires en général, et comprend, entre autres, les dispositions régissant:

- la convocation de l'assemblée générale des actionnaires et le contenu de la notification pertinente,
- le droit d'inscrire des points sur l'ordre du jour de l'assemblée générale;
- le droit de voter par des moyens électroniques, et
- le droit de poser des questions préalables.

En France, il est possible de poser des **questions écrites** au conseil d'administration, auxquelles ce dernier est obligé de répondre (lors de l'AG ou par mise à disposition sur le site internet de la société) si les délais légaux ont été respectés. Le contenu de cette réponse est toutefois laissé à la libre discrétion du conseil, si bien que l'auteur de la question peut ne pas en être satisfait.

Concernant l'étendue de ces droits, il est intéressant de noter que certains États membres ont essayé de faire des distinctions en fonction non seulement de l'importance de la participation détenue, mais aussi de la durée de présence à leur capital des actionnaires, afin de privilégier ceux qui étaient en mesure de justifier d'une plus grande ancienneté.

Ainsi, en Bulgarie, les actionnaires sont autorisés à convoquer une AG et à soumettre des points à l'ordre du jour pour celle-ci **s'ils ont détenu, pendant plus de trois mois, des actions représentant au moins 5 % du capital de l'entreprise.**

La plupart des États membres ont posé une limite en deçà de laquelle un actionnaire individuel ne peut pas exercer ces droits, qui ne bénéficient donc qu'aux actionnaires «significatifs» qui sont – à ce titre – jugés **légitimes** pour influencer sur la tenue ou le contenu d'une AG.

A cet égard, une distinction est souvent faite selon que le droit porte sur **l'inscription d'une résolution supplémentaire (ou de «points»)** à l'ordre du jour d'une AG qui a déjà été convoquée ou sur **la convocation** elle-même de l'AG (ce qui peut requérir un pourcentage plus élevé).

Le seuil au-delà duquel la participation d'un actionnaire est considérée comme significative (notamment aux fins de pouvoir convoquer une AG) varie toutefois selon les pays, même si le chiffre de **5 %** semble constituer un minimum (ce qui est au demeurant cohérent avec la réglementation boursière sur les **franchissements de seuils**, issue de la Directive Transparence, qui commence elle-aussi à s'appliquer à partir de 5 %).

A titre d'exemple (mais ils sont nombreux), en Pologne, un ou plusieurs actionnaires représentant au moins un vingtième du capital social dans une société par actions peuvent convoquer une AG extraordinaire (articles 236 et 400 du code des sociétés commerciales).

Il y a néanmoins des exceptions, en fonction de la volonté affichée de certains États membres de favoriser les actionnaires minoritaires, y compris lorsque leur poids dans le capital de la société peut être regardé comme minime.

Ainsi en Italie, le droit de demander par écrit des ajouts à la liste des points sur l'ordre du jour (article 126-bis UFA) est expressément attribué aux actionnaires qui, individuellement ou conjointement, représentent **au moins 2,5 %** du capital social.

Il faut également souligner que la loi relative à la protection des investisseurs (*Savings Law*) a été adoptée par le parlement italien le 28 décembre 2005. Elle est entrée en vigueur le 12 janvier 2006.

Elle prévoit qu'une société italienne cotée à l'obligation de réserver, au moins, un siège d'administrateur à un actionnaire minoritaire.

Ce siège doit être réservé à l'actionnaire minoritaire détenant **entre 0,5 % et 2,5 %** de droit de vote (ce pourcentage varie en fonction de la taille de la société) qui aura recueilli le plus grand nombre de votes.

En principe, l'ordre du jour d'une AG (tel que complété le cas échéant par des projets de résolutions soumis par les actionnaires) est intangible et l'AG ne peut normalement pas statuer sur d'autres questions (d'où l'importance de pouvoir le modifier en amont) à l'exception de la révocation en séance des mandataires sociaux.

Toutefois, en Estonie, une résolution qui ne figurait pas initialement sur l'ordre du jour d'une AG peut y être incluse en séance avec le consentement d'au moins 9/10 des actionnaires qui participent à l'AG (si leurs actions représentent au moins 2/3 du capital).

2.1.1.3. Droit de voter

Indépendamment de la préparation d'une AG, le principal droit d'associé dont dispose un actionnaire est de pouvoir y participer, soit directement en exerçant lui-même son droit de vote (A), ce dernier pouvant le cas échéant être démultiplié en fonction de critères tels que son ancienneté (B), soit indirectement en confiant à autrui une procuration (C).

A) Distinction entre «participer» et «voter»

Dans certains pays européens (comme la France) une «subtile» distinction est faite entre le **droit de voter** à l'AG (qui suppose l'enregistrement des actions au moins trois jours auparavant – «record date») et le **droit de participer** «physiquement» à l'AG, y compris sans pouvoir exercer aucun droit de vote (cas des personnes qui sont devenues actionnaires postérieurement à la «record date») mais en prenant part aux débats.

En France, c'est le **droit de «participer»** aux AG qui constitue la prérogative fondamentale dont tout associé ne saurait être privé (quand bien même il ne dispose d'aucun droit de vote, comme dans certains cas de démembrement de la propriété des actions qui confie l'ensemble des droits de vote – en AGO et en AGE – à l'usufruitier).

Ce droit (dont on peut néanmoins considérer qu'il s'accompagne logiquement de celui d'exprimer sa volonté au travers d'un vote) est reconnu par le Code Civil et protégé par la loi puisque cette dernière sanctionne le **délit d'entrave** qui consisterait à empêcher un actionnaire (le cas échéant en employant la force) de l'exercer en pénétrant (et en demeurant) dans la salle qui abrite l'AG.

En Espagne, les statuts d'une société anonyme peuvent conditionner le droit d'assister aux AG à la détention d'un minimum de capital.

B) Droit de vote multiple

Bien que la règle «une action / une voix» soit d'application générale au sein de l'UE (au point que certains, comme la Bulgarie la rendent **impérative**, en particulier dans les sociétés cotées), de nombreux États membres reconnaissent la possibilité d'accorder à certaines catégories d'actions des droits de vote multiples qui permettent par conséquent à leurs

propriétaires de peser davantage dans les décisions collectives que leur pourcentage en capital laissait prévoir.

Ainsi, la loi polonaise permet, dans certaines circonstances, d'accorder un droit de vote plural ou différencié.

- Ces droits sont soit accordés lors de l'émission d'actions assorties de droits spéciaux (actions privilégiées - articles 174 et 351 du Code des sociétés commerciales) ou à l'actionnaire en particulier (droits personnels - article 354 du Code des sociétés commerciales).
- L'attribution de ces droits peut notamment dépendre de la période de détention de titres. Toutefois, dans le cas d'une société par actions, une action ne peut pas comporter plus de deux votes (article 352, du Code des sociétés commerciales).

Selon la loi danoise sur les sociétés, toutes les actions sont assorties de droits de vote. Toutefois, les statuts peuvent prévoir que certaines actions ne comportent aucun droit de vote, et que le pouvoir de vote de certaines actions diffère de celui des autres actions.

- Parmi les solutions qui peuvent être prévues on dénote l'augmentation du pouvoir de vote en proportion du temps de possession, mais ce mécanisme est rarement utilisé.
- Un système avec des droits de vote supplémentaires pour certaines actions nécessitera une préparation considérable et une maintenance en continu du système de registre des actions où le temps de détention d'actions est contrôlé et enregistré.
- Ni l'Autorité d'affaires danoise, ni la plupart des entreprises ne sont actuellement préparées pour cela. En outre, ces actions peuvent compliquer le transfert de contrôle des entreprises parce que l'acheteur ne peut pas bénéficier des droits de vote supplémentaires dépendant de la période de détention.

Une étude conduite en 2007 sous la direction d'ISS a montré que la séparation du contrôle et de la propriété du capital au travers de divers *control-enhancing mechanisms (CEM)* se retrouvait dans 44 % des 464 sociétés européennes examinées. Les pays dans lesquels ces CEM sont les plus fréquents sont (par ordre décroissant) la France, la Suède, l'Espagne, la Hongrie et la Belgique.

L'analyse conduite par les services de la Commission ne permet pas de conclure au caractère préjudiciable de tels mécanismes (contrairement au sentiment généralement partagé par les investisseurs).

Par conséquent, il pourrait être suggéré d'encourager le développement de systèmes incitatifs visant à accorder davantage de droits de vote à ceux des actionnaires qui feraient preuve d'une fidélité plus prononcée en restant durablement au capital de la société.

Le Groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés a notamment pris l'exemple français des **droits de vote double** qui sont attribués automatiquement aux actionnaires nominatifs dont le nom figure sans discontinuité dans les registres de la société depuis plus de deux ans (les statuts peuvent aménager la durée minimale de détention).

C) Droit de donner procuration

La directive 2007/36/CE prévoit le renforcement des droits des actionnaires dans les sociétés cotées de l'UE, en particulier s'agissant des droits de vote par procuration, la possibilité de participer à des AG par voie électronique et d'assurer que les droits de vote de manière transfrontalière sont susceptibles d'être exercés.

En Suède, un pouvoir daté et signé par l'actionnaire permet au bénéficiaire de la procuration d'assister à l'AG à sa place.

En Belgique, un actionnaire peut normalement voter à l'AG par procuration et les statuts des sociétés cotées ne peuvent pas limiter la possibilité pour les personnes d'être désignées comme mandataires (article 547 *bis* CBS).

Toutefois, certaines restrictions s'appliquent. Ainsi, dans une société à responsabilité limitée (NV/SA), qui fait publiquement appel à l'épargne (comme une société cotée sur un marché réglementé) une sollicitation de procuration doit mentionner (article 548 CBS):

- l'ordre du jour;
- une sollicitation d'instructions pour l'exercice des droits de vote en ce qui concerne les différents sujets sur l'ordre du jour;
- une communication de la façon dont le mandataire votera en cas d'absence d'instructions de l'actionnaire;
- si la sollicitation ne mentionne pas ces informations, elle peut être déclarée nulle et non avenue;

En Grèce, le mandataire est là encore tenu de voter conformément aux instructions de vote de l'actionnaire et doit même tenir des registres de ces instructions pendant au moins un an à partir de la transmission du procès-verbal de l'AG à l'autorité compétente.

La personne agissant comme mandataire d'un actionnaire doit en outre communiquer à l'entreprise, avant le début de l'AG, tous les faits spécifiques, qui peuvent être pertinents pour les actionnaires afin d'évaluer le risque éventuel que le mandataire puisse poursuivre un intérêt autre que l'intérêt de l'actionnaire.

La possibilité laissée à un actionnaire de se faire représenter par plusieurs mandataires diffère selon que la société est cotée ou non:

- Dans les sociétés non cotées, seuls les actionnaires qui sont des **personnes morales** peuvent être représentés pour toute AG par un **maximum de trois personnes**.
- Dans les sociétés cotées, une restriction similaire (**trois représentants maximum**) est prévue dans la loi pour tous les actionnaires **qu'il s'agisse de personnes morales ou physiques**.

Les statuts de sociétés italiennes **non cotées** peuvent **exclure** l'utilisation de procurations. Le représentant ne peut être remplacé que par la personne indiquée dans la procuration. Les procurations ne peuvent être accordées à une personne qui représente plus de vingt actionnaires.

Dans les sociétés italiennes cotées, toute personne ayant le droit de vote peut indiquer **un seul représentant** pour chaque assemblée des actionnaires (sauf certaines exceptions à la règle), sans préjudice du droit d'indiquer des substituts (article 135-novies UFA).

En Finlande, la **séparation des droits de vote** d'un actionnaire confiant des procurations à plusieurs mandataires (chacun pouvant exprimer le vote d'une fraction de la participation totale) n'est pas envisageable en société non cotée, alors que cela est permis pour les sociétés cotées.

Au Royaume-Uni, un actionnaire ne peut pas non plus donner plusieurs procurations (interdiction de *split*) et le bénéficiaire d'une procuration doit voter en respectant les instructions du mandant.

En France depuis l'Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 (qui ne s'applique qu'aux sociétés cotées sur un marché réglementé ou sur le marché Alternext), tout actionnaire peut

désormais se faire représenter par le mandataire de son choix, y compris s'il ne s'agit pas de son conjoint ou d'un autre actionnaire.

En Espagne, l'identité des bénéficiaires d'une procuration varie selon la forme de la société et/ou l'admission de ses actions aux négociations sur un marché réglementé:

- Dans les sociétés de type SL, l'actionnaire ne peut être représenté que par son conjoint, par un parent ascendant ou descendant, par un autre actionnaire, ou par toute personne disposant d'un mandat général en vertu d'un document public lui permettant d'administrer tous les actifs de l'actionnaire concerné.
- Dans les sociétés de type SA **non cotées**: le bénéficiaire de la procuration ne doit **pas être actionnaire** et la possibilité d'utiliser une procuration peut être anéantie par les statuts. Les procurations sont données par écrit ou par des moyens de communication à distance et pour chaque Assemblée.
- Dans les sociétés de type SA **cotées**: une clause interdisant à un actionnaire de se faire représenter est nulle. Les statuts peuvent interdire le remplacement du bénéficiaire de la procuration par un tiers, sans préjudice de la nomination d'une personne physique lorsque le mandataire est une personne morale (article 522 LSC). Une situation de conflit d'intérêt doit être anticipée: prévention, ou information si le conflit d'intérêt survient en cours de mandat. Le mandat peut être révoqué à tout moment, et sera réputé révoqué si l'actionnaire assiste finalement à l'Assemblée.

La loi polonaise permet l'octroi d'une procuration par l'actionnaire à une autre personne pour assister à l'assemblée générale et exercer des droits de vote, sous réserve que le mandataire ne soit **ni un membre de la direction ni un employé** de la société (article 243 et 4122 de Code des sociétés commerciales), sauf si cette dernière est cotée.

2.1.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QU'ASSOCIÉS TITULAIRES D'UN DROIT DE VOTE

Aucun des pays membres de l'UE n'envisage d'obliger les actionnaires à exercer leur droit de vote: chacun d'entre eux est en principe libre de le faire ou de s'abstenir.

S'agissant de l'application d'éventuelles pénalités en cas d'absentéisme lors des AG (ce mal qui ronge de nombreuses sociétés cotées au sein de l'UE), il s'agit visiblement d'une question «taboue» dans la plupart des États membres, dont un certain nombre acceptent pourtant que les droits des actionnaires soient substantiellement amputés (privation de dividendes par exemple) lorsque ces derniers s'abstiennent de libérer le prix de leurs actions au-delà du délai légal prescrit.

Il faut dire que la libération des actions apparaît unanimement comme une «obligation» des actionnaires, alors que le vote est exclusivement perçu comme un «droit» (que chacun est par conséquent libre d'exercer ou NON).

Pourtant, l'idée selon laquelle il faudrait «obliger» les actionnaires à remplir leur devoir d'associer en allant voter revient périodiquement, comme par exemple lorsque la Commission suggère dans sa recommandation 2009/395/CE que «les actionnaires devraient être encouragés à assister aux assemblées générales et à faire un usage avisé de leur droit de vote».

La Commission ajoute cependant à cet égard que «(e)n particulier, les actionnaires institutionnels devraient jouer un rôle de premier plan dans le but d'améliorer l'obligation des comités de rendre compte sur les questions de rémunération».

Il est vrai que les investisseurs institutionnels constituent une catégorie particulière d'actionnaires puisque les gestionnaires de leurs portefeuilles appartiennent souvent à des **professions réglementées** (prestataires de services d'investissement, établissements de crédit, etc.) sur lesquelles les régulateurs nationaux peuvent avoir une influence en tant qu'autorité de tutelle.

Ainsi, s'agissant des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), une incitation légale est faite en France aux gestionnaires de participer aux AG. A défaut, ils doivent justifier des raisons pour lesquelles ils ne l'ont pas fait.

Aujourd'hui, plutôt que d'obliger les actionnaires à exprimer leur voix en AG, l'approche retenue par le droit de l'UE est d'encourager et de faciliter le vote par procuration, en admettant même qu'on puisse les solliciter en ce sens.

En Italie, l'UFA réglemente la **sollicitation active de procurations** (c'est-à-dire une demande faite à plus de deux cents actionnaires pour une procuration accompagnée d'une intention de vote spécifique, ou qui sera accompagnée de recommandations, de déclarations ou d'autres indications susceptibles d'orienter le vote). La sollicitation est effectuée par le promoteur à travers la publication d'un prospectus et un formulaire de procuration. Dans un tel cas, les procurations ne peuvent être données que pour une assemblée qui a déjà été convoquée, en restant efficace pour les convocations suivantes le cas échéant. Les procurations **ne doivent pas être données «en blanc»** et doivent indiquer la date, le nom de la personne nommée et les instructions de vote. Le mandataire peut aussi être mandaté que pour un nombre restreint de propositions de vote, indiqué dans le formulaire de procuration ou seulement certains points de l'ordre du jour.

En revanche, la liberté de voter n'est pas absolue et peut faire l'objet de limitations, notamment au regard des obligations qui s'imposent aux actionnaires vis-à-vis de la société.

En Allemagne, on assiste à la reconnaissance d'un **devoir de l'actionnaire**, qui agit au regard d'un intérêt supérieur, quand bien même il serait actionnaire unique. L'intérêt social prime en permanence, aussi bien sur la prise de décision de gestion qu'en assemblée.

En Autriche, **l'exercice abusif du droit de vote** en violation des **obligations fiduciaires** à l'égard de la société et/ou d'autres actionnaires peuvent faire l'objet d'une annulation de la résolution des actionnaires dont il résulte.

De même, la loi tchèque reconnaît le concept de **devoir de loyauté** des actionnaires envers la société, qui leur interdit d'agir à l'encontre des intérêts de l'entreprise (sans qu'aucun organe ne soit compétent pour définir un tel intérêt). Ce concept (développé par la jurisprudence) est plutôt nouveau en République tchèque et a été influencé par la conception allemande de la relation des actionnaires (entre eux ainsi qu'à l'égard de l'entreprise) dans les sociétés anonymes (*akciová společnost*).

Carte 1: Pays ayant instauré des limitations à la liberté de vote



Source: JeantetAssociés

Bien qu'on ne puisse pas toujours parler d'un véritable «**devoir fiduciaire**» des actionnaires (en dehors des pays figurant sur la carte ci-dessus) à l'égard de la société dont ils sont associés (qualité qui leur confère un droit de vote au sein de cet organe social souverain qu'est l'AG), il apparaît normal qu'en contrepartie des *droits* dont ils jouissent, les actionnaires soient tenus de certaines *obligations* corrélatives.

Ainsi, l'idée selon laquelle il serait bénéfique d'entretenir un véritable **dialogue** entre la société et ses associés, est assez répandue, notamment s'agissant des sociétés cotées dont l'actionnariat est souvent présumé largement diffusé auprès du public (alors que de très nombreuses ETI cotées sont tout autant contrôlées par un actionnariat familial ou entrepreneurial que les sociétés non-cotées, dont certaines sont à l'inverse ouvertes à une multitude de petits actionnaires).

La principale occasion d'avoir un tel dialogue se présente naturellement chaque année avec l'**AG ordinaire** (celle qui approuve les comptes sociaux et confirme le cas échéant les mandats confiés aux dirigeants), à laquelle il est par conséquent important que les actionnaires participent, mais on peut également chercher à l'anticiper, ce qui suppose que la société (et ses dirigeants) dispose d'**informations** sur ses actionnaires (du moins les principaux d'entre eux) afin de prendre contact avec eux.

Selon le groupe de réflexion sur le futur du droit des sociétés au sein de l'UE, il n'existe aucune raison valable de refuser à une société le droit de connaître l'identité de ses actionnaires (avec en conséquence l'obligation faite à ces derniers de la lui révéler), à condition toutefois que cette information puisse demeurer confidentielle et qu'elle ne soit utilisée que par la société pour ses besoins propres, par exemple pour dialoguer avec ses actionnaires.

Inversement, certains États membres ont recours à des sanctions pénales pour s'assurer de la qualité de ce dialogue de la part des actionnaires. Ainsi, en Estonie, le fait pour le

représentant d'un actionnaire de délivrer des informations incorrectes aux actionnaires présents à l'AG est punissable d'une amende pouvant aller jusqu'à 100 unités monétaires (*krooni*³⁰).

L'instauration d'un véritable «dialogue» de qualité entre la société et ses associés passe tout d'abord par une obligation d'information à la charge des actionnaires (2.1.2.1), qui doivent en outre adopter une attitude «désintéressée» à l'égard de leur participation en AG (2.1.2.2.), voire s'abstenir de voter dans certains cas particuliers (2.1.2.3.).

2.1.2.1. Obligation d'information

Le premier devoir des actionnaires à l'égard de la société dont ils sont associés, est de s'en faire connaître, soit au travers d'une procédure d'identification initiée par l'émetteur lui-même (A), soit en effectuant une déclaration de franchissement de seuil (B), soit en s'enregistrant en vue de participer à une AG (C), avec des obligations spécifiques afin d'encadrer le «vote vide» (D).

A) Identification par l'émetteur

De nombreux États membres ont prévu que les sociétés émettrices pouvaient s'enquérir de l'identité des personnes qui détiennent ou «contrôlent» (ce qui permet d'élargir le spectre aux bénéficiaires économiques) leurs actions, avec à la clef des sanctions d'autant plus sévères qu'elles portent directement sur la privation des droits d'actionnaires.

En Pologne, un actionnaire n'a pas non plus le droit d'exercer des **droits de vote** en cas de défaut de réponse aux questions relatives au nombre d'actions ou de voix détenues (article 6 § 4-5 du Code des sociétés commerciales).

C'est également le cas au Royaume-Uni (*Part 22 of the Company Act 2006*), ainsi qu'en France, où l'actionnaire défaillant peut être privé non seulement de ses droits de vote, mais aussi de ses **droits à dividende**.

Inscription au nominatif

S'agissant de l'identification individuelle des actionnaires, rien ne remplace l'inscription nominative dans les registres tenus par la société (elle-même ou par l'intermédiaire de l'un de ses mandataires).

Mais il faut d'emblée reconnaître que ce procédé basique est insuffisant dès lors qu'on ambitionne d'avoir une idée précise du véritable état des forces en présence dans une société cotée dont l'actionnariat serait largement diffusé dans le public.

En effet, l'inscription nominative ne révèle pas la formation d'alliances ou les communautés d'intérêts qui peuvent exister entre les différents actionnaires dont le nom figure sur les registres.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la réglementation des franchissements de seuil (qui intègre cette dimension au travers notamment de l'assimilation entre concertistes) conserve sa pertinence.

Mise au porteur

³⁰ 1 Euro = 15.6466 Krooni au 1er janvier 2011

Toutefois, la faculté d'adopter la forme au porteur est traditionnellement considérée comme favorisant la fluidité des transactions, notamment boursières, si bien que la plupart des sociétés cotées l'ont adoptée.

C'est la raison pour laquelle certains États membres (comme la France) ont prévu d'autoriser les émetteurs dont les actions seraient anonymisées pour cause de mise au porteur de lever ponctuellement ce voile en demandant au dépositaire central de leur communiquer l'identité desdits porteurs.

Il reste que cette procédure (relativement coûteuse) est nécessairement exceptionnelle et qu'elle est loin d'être satisfaisante dans la perspective d'entretenir un dialogue avec les actionnaires puisque ces derniers peuvent avoir changé avant même que la société ne reçoive ses résultats.

Bénéficiaire ultime

En outre, il n'est pas toujours évident que la personne inscrite en compte (qu'il s'agisse d'un compte nominatif – pur ou administré – ou d'un compte ouvert chez un intermédiaire habilité) soit le véritable propriétaire des actions, notamment s'agissant de ressortissant de pays reconnaissant la notion de *beneficial ownership*.

C'est la raison pour laquelle certains États membres (comme la France) ont mis en place des procédures permettant aux émetteurs de percer l'écran des actionnaires apparents pour exiger d'eux qu'ils révèlent le nom de leurs clients (bénéficiaire ultime).

Réciproquement, certaines mesures peuvent être prévues pour encourager l'établissement financier dépositaire des titres à participer aux assemblées générales et à y voter au nom et pour le compte de ses clients (Cf. «intermédiaires inscrits» en France).

En Allemagne, les intermédiaires financiers et investisseurs institutionnels ne peuvent pas exercer les droits liés à la détention d'action en leur propre nom, mais **seulement au nom de l'actionnaire**.

Inversement, en Espagne, un prestataire de service d'investissement (PSI) peut exercer les votes en son propre nom si ses clients lui ont donné procuration.

B) Franchissement de seuils

L'obligation d'information est d'autant plus importante dans les sociétés cotées que leur actionnariat est soumis à un *turn over* très élevé, chaque actionnaire n'étant en moyenne présent au capital que pendant huit mois.

C'est d'ailleurs pourquoi la Directive Transparence (...) a complété - et modernisé - en 2004 l'ancien système mis en place par la directive de 1988 qui prévoyait l'obligation de déclarer publiquement le franchissement d'un certain nombre de seuils (exprimés en pourcentage de droits de vote) considérés comme significatifs.

Mais cette information n'est pas exclusivement destinée à l'émetteur, afin de favoriser d'éventuelles prises de contact avec les tenants les plus importants de son actionnariat, avec lesquels il peut être opportun d'entretenir un dialogue constructif dans une perspective de gouvernement d'entreprise (voir ci-dessus).

La réglementation des franchissements de seuils dans les sociétés cotées se double en effet d'une information des autorités de surveillance du marché et indirectement des investisseurs présents dans le public: la composition de l'actionnariat (en grandes masses) ainsi que son évolution (circulation des blocs) est en effet une donnée riche d'enseignements susceptible

d'avoir un impact sur le cours de bourse (ce qui intéresse aussi les actionnaires en tant que propriétaires de titres de capital).

De même, lorsque la société émettrice exerce son activité dans un domaine réglementé (banque, assurance, entreprise d'investissement), c'est cette particularité qui justifie que son actionnariat soit connu, mais c'est davantage l'affaire de l'autorité de tutelle du secteur concerné que celle de l'émetteur lui-même. La sanction peut alors consister à lui contester les droits de l'actionnaire défaillant.

Ainsi, en Bulgarie, un actionnaire qui aurait acquis des actions dans une compagnie d'assurance ou une banque sans l'approbation préalable de l'autorité de surveillance compétente ne peut pas exercer les droits sur les actions acquises (c'est-à-dire que l'acquisition est considérée comme nulle).

Il est également intéressant de noter qu'avant même le projet de modification de la Directive Transparence, qui suggère que les autorités régulatrices des États membres aient la faculté de priver les actionnaires défaillants d'une partie de leurs droits de vote, ce type de sanction avait déjà été prévu dans les réglementations nationales.

En France, cette privation est censée être «automatique» jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans à compter de la «régularisation» et porte sur l'ensemble des droits de vote correspondant aux actions excédant la fraction dont le franchissement n'a pas fait l'objet d'une déclaration régulière.

Dans d'autres pays de l'UE, cette sanction n'est pas automatique et son application nécessite l'intervention d'un juge, qu'il soit civil ou pénal.

Ainsi, en Irlande, une personne qui ne remplit pas, dans le délai approprié, l'obligation de divulguer un intérêt dans une entreprise se rend coupable d'une **infraction** (article 53 (7) de la Loi sur les sociétés de 1990). La section 58 (3) de la Loi sur les sociétés de 1990 prévoit que la personne défaillante ne peut pas appliquer un droit ou intérêt quelconque à l'égard des actions concernées par l'action en justice ou les poursuites, sauf si une ordonnance d'exemption est obtenue de la Haute Cour.

En Autriche, les statuts de la société (*Satzung*) d'une société par actions peuvent prévoir que les droits de vote soient totalement ou partiellement suspendus dans le cas où un actionnaire ne parvient pas à se conformer aux obligations de déclaration, qui pour les sociétés cotées en bourse peuvent inclure l'exigence légale de déclarer la propriété de 5 % ou plus des actions d'une société, mais aussi les exigences de rapports contractuels basés sur la réglementation des changes.

- L'actionnaire concerné peut soit être interdit de voter (dans ce cas, ses votes ne seront pas considérés, ni dans le calcul du capital, ni dans celui de la majorité requise), soit subir une réduction du pourcentage de voix dont il dispose (ce qui lui permet de participer à un vote, où ses votes seront pris en considération pour la majorité requise).
- Habituellement, le pouvoir de vote sera suspendu jusqu'à ce que l'actionnaire se soit conformé aux obligations de divulgation applicables. La suspension des droits de vote ne s'applique pas à un cessionnaire des actions concernées, à moins que le cessionnaire lui-même viole les exigences de déclaration.

En Pologne, en ce qui concerne les sociétés cotées, un actionnaire doit s'abstenir d'exercer des droits de vote en cas d'absence d'information des autorités compétentes (Commission pour la supervision financière) et de la société sur le franchissement de certains seuils ou s'il a omis de se conformer à une procédure applicable à l'acquisition d'actions dépassant certains seuils (lorsqu'un appel à la vente / échange d'actions a été requis) (article 89 de la loi relative aux offres publiques).

La loi sur les valeurs mobilières de la République de Lituanie indique l'obligation de la personne qui a acquis 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75% ou 95% des votes à l'Assemblée Générale des Actionnaires, au plus tard dans les quatre jours de bourse, d'informer l'émetteur et l'autorité de surveillance sur les droits de votes acquis. Si une personne omet d'exécuter cette obligation, cette personne ne dispose que du nombre de voix qui a été correctement communiqué selon la procédure précitée.

Pour une société cotée sur un marché européen réglementé, dont le siège est en République tchèque ou dont l'admission aux négociations a été approuvée par le régulateur tchèque, et dont le capital social dépasse CZK 100 000 000 (euros environ?), l'actionnaire ne peut exercer ses droits de vote, s'il a omis de notifier le franchissement, à la hausse ou à la baisse, d'un seuil en droits de vote, et ce jusqu'à régularisation.

A la suite de la loi belge sur la transparence, la participation d'un actionnaire important dans une société cotée doit être communiquée à la société et à l'autorité belge de supervision («FSMA»):

- les règles de divulgation de telles participations doivent être respectées, notamment, lorsque les droits de vote sont acquis par le biais de prêts de titres;
- sous réserve d'exceptions limitées, en cas de non-divulgation de la participation significative vingt jours avant l'assemblée générale, les droits de vote concernés peuvent être suspendus (article 545 CBS);
- Par exemple, la règle de l'article 545, par. 1 CBS ne s'applique pas aux valeurs mobilières donnant moins de 5 % du montant total des droits de vote à la date de l'assemblée générale;
- la commission peut reporter l'assemblée générale jusqu'à 5 semaines si, dans les vingt jours précédant l'assemblée générale, la société reçoit une notification de participation significative ou est consciente qu'une telle notification aurait dû être faite.

Il faut noter que la même règle peut être rendue applicable aux sociétés anonymes **non cotées** par leurs statuts.

C) Enregistrement préalable à l'AG

En général, l'actionnaire qui souhaite participer (et voter) à l'AG doit être en mesure de démontrer sa qualité d'associé.

En Finlande, seuls les actionnaires **inscrits dans le registre** de la société peuvent assister à l'assemblée et y exercer leurs droits de vote.

Conformément à la loi hongroise sur les sociétés, les actionnaires d'une société en commandite par actions ne sont habilités à exercer leurs droits d'actionnaire qu'à la suite de leur inscription au registre des actionnaires. De même, en cas de transfert d'actions dans une société à responsabilité limitée hongroise, l'acquéreur doit informer la société dans les huit jours suivant l'acquisition. A la suite de cette notification, le dirigeant doit inscrire le nouvel actionnaire dans la "liste des actionnaires", qui doit être conservée au siège social de la société. Le nouvel actionnaire n'est en droit d'exercer ses droits de vote qu'après la notification et l'inscription dans la «liste des actionnaires».

Il en va de même pour la notification à la société des pouvoirs dont un mandataire peut bénéficier.

En Grèce par exemple, la transmission à l'entreprise des documents de la représentation (**proxies** ou les documents de représentation des entreprises) doit avoir lieu au moins trois jours avant la date de l'AG.

La directive 2007/36/CE a généralisé le concept de la date d'enregistrement (*record date*) pour pouvoir effectuer la démonstration de la qualité d'actionnaire quelques jours avant l'AG et éviter de «geler» les actions sous-jacente jusqu'à la réunion effective.

En **Grèce**, afin de participer à l'AG, un actionnaire doit déposer au préalable ses actions auprès de la société, à la Caisse des dépôts, à un établissement de crédit ou à un autre endroit prévu dans les statuts (article 28 de la loi 2190/1920).

Le dépôt des actions doit avoir lieu au moins cinq jours avant la date de l'AG. Le délai précité s'applique également à l'égard de la transmission à la société des justificatifs des dépôts d'actions ainsi que des documents de représentation (mandataires).

Au cas où un actionnaire ne se conformerait pas aux exigences ci-dessus, il ne peut participer et voter à l'AG, sauf si les actionnaires restants décident de lui permettre de le faire.

En République tchèque, les statuts de la société ou la décision de convocation de l'assemblée générale peuvent fixer le jour décisif pour assister à l'assemblée générale.

Si les actions de la société sont admises aux négociations sur le marché réglementé européen, le jour décisif pour assister à l'AG est toujours le **septième jour** avant la date de l'assemblée générale.

Les droits attachés aux titres ne peuvent être exercés à l'égard de la société que par la personne qui est habilitée à exercer ce droit dès le jour décisif, même si les actions sont transférées après cette date.

En Italie, pour les sociétés autres que celles dont les actions sont inscrites auprès d'un **dépositaire central**, les statuts de la société peuvent demander aux actionnaires qui ont l'intention de participer à une assemblée des actionnaires de déposer leurs actions au siège social de la société ou au bureau des banques indiqué dans l'avis de convocation, à condition que ces actions ne soient pas cédées par l'actionnaire concerné avant que l'assemblée des actionnaires ait eu lieu.

Cette disposition n'est pas applicable aux sociétés cotées, à l'égard desquelles la règle de la date de référence (*record date*) a été récemment mise en œuvre, permettant aux actionnaires de vendre leurs actions dans la période comprise entre la date d'enregistrement et la date de l'assemblée.

D) Obligations spécifiques pour encadrer le «vote vide» (*empty voting*)

De nombreux États membres se sont émus du développement du «vote vide» (*empty voting*) qui consiste à ce que les personnes qui disposent du droit de vote en AG ne correspondent pas aux véritables titulaires des actions (les seuls à pouvoir théoriquement prétendre à la qualité d'associé).

C'est pourquoi des réglementations ont été mises en place afin de mieux appréhender ce phénomène, qui se traduit notamment par la multiplication d'opérations de prêts de titres à la veille des AG dans de nombreuses sociétés cotées.

En France, il est désormais (loi du 22 octobre 2010) imposé à toute personne qui vient à détenir de façon temporaire un nombre d'actions représentant plus de 0,5 % des droits de vote d'une société cotée, d'en informer la société et l'AMF au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'AG (*record date*). Cette déclaration doit préciser le nombre d'actions acquises, l'identité du cédant, la date et l'échéance du contrat et, s'il y a lieu, la convention de vote.

En Finlande, dans les cas où le véritable propriétaire ne figurerait pas dans les comptes de la société, le détenteur provisoire ne pourra pas assister à l'Assemblée, sauf à procéder à une inscription avalisant le transfert temporaire de titres.

2.1.2.2. Obligation de participation «désintéressée»

Le droit de vote est une prérogative essentielle de l'actionnaire, pris en qualité d'associé, mais à ce titre il n'est pas «monnayable» (A) et la faculté de se faire représenter à l'AG ne doit pas se traduire par un «abandon» de pouvoir, notamment au profit des dirigeants sociaux (B).

A) Prohibition du vote «intéressé» (financièrement)

De nombreux États membres interdisent – le cas échéant sous peine de sanctions pénales – toute rémunération qui participerait à un «trafic» de droits de vote.

En Estonie, l'offre ou l'acceptation de certains avantages afin de voter dans un certain sens ou ne pas voter du tout à une AG est punissable d'une amende pouvant aller jusqu'à 200 unités monétaires (*krooni*³¹).

En France, le **trafic de droits de vote**, défini comme le «fait de se faire accorder, garantir ou promettre des avantages pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages» est un délit puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 9 000 EUR par l'article L. 242-9 du code de commerce.

En tant que principe général du droit roumain, la cession du droit de vote est interdite en vertu de l'article 128 par. 1 de la loi 31.

En Espagne, le droit de voter est lié à la qualité d'actionnaire et ne peut être transféré séparément de cette qualité.

En Autriche, seul le propriétaire enregistré de l'action (propriétaire légal) est habilité à exercer le droit de vote, et le droit de vote ne peut être transféré distinctement de la propriété de l'action.

En Lituanie, les accords entre actionnaires portant sur l'exercice du droit de vote sont **nuls et non avendus** si l'engagement pris par un actionnaire suppose de voter selon les instructions ou de s'abstenir de voter contre une certaine rémunération.

Le Code de commerce de la République tchèque dispose quant à lui que l'accord par lequel l'actionnaire s'engage à respecter les instructions de la société ou de ses organes sur la façon dont ils ont à voter lors du vote, pour les propositions soumises par les organes de la société, ou à exercer leurs droits de vote d'une certaine manière ou à ne pas voter **en contrepartie des avantages fournis par la société**, n'est pas valable.

Cette disposition ne signifie pas, cependant, que le vote de cet actionnaire en vertu de l'accord ne sera pas valide. Il n'est simplement pas possible de forcer l'actionnaire de voter en conformité avec l'accord, c'est à dire que ces accords seront inapplicables.

³¹ 1 Euro = 15.6466 Krooni au 1er janvier 2011

En Pologne, l'article 59 de la loi 2190/1920 prévoit que tout actionnaire, agissant pour une cause illicite en connaissance de cause, qui accepte des **prestations spéciales** ou des promesses de ces prestations afin de voter en Assemblée dans un sens spécifique ou pour être absent de l'AG, ainsi que la personne qui fournit des prestations ou des promesses de ces prestations à un actionnaire aux fins ci-dessus, sera puni d'un emprisonnement pouvant aller jusqu'à un an et d'une amende de 1 000 EUR ou soit par le cumul de ces sanctions.

B) Obligation de rester indépendant vis-à-vis des dirigeants

Dans de nombreux États membres de l'UE, le fait de confier une procuration aux dirigeants sociaux est souvent regardé comme une démission, un abandon de souveraineté de la part des actionnaires qui doit par conséquent être prohibé. Il en va parfois de même pour les conventions de vote aboutissant au même résultat.

Procurations

Certains États membres interdisent aux actionnaires de désigner les dirigeants sociaux comme mandataire.

Ainsi, le droit des sociétés danois limite l'utilisation de procurations pour le conseil d'administration (la direction).

De même, en Italie, les procurations ne peuvent être accordées (i) aux membres du conseil d'administration, ou du conseil de surveillance ou aux employés de la société et (ii) à des sociétés contrôlées ou à des membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance ou de aux employés de ces dernières.

Si, conformément au droit des sociétés hongrois, tout actionnaire peut en principe être représenté à l'assemblée des actionnaires d'une société par une personne dûment autorisée (mandataire), il est expressément précisé que les directeurs généraux, directeurs, membres du conseil de surveillance et l'auditeur ne peuvent pas agir en tant que représentants autorisés. Il en va de même lorsque la société est cotée. Toutefois, si ces personnes possèdent l'autorisation des principaux actionnaires, établie par écrit, contenant des instructions de vote spécifique pour chaque résolution à l'égard de laquelle le mandataire doit voter au nom de l'actionnaire, alors les restrictions mentionnées ci-dessus ne sont pas applicables.

En Bulgarie, un membre du conseil d'administration (système moniste) ou du conseil de surveillance ou de gestion (système dualiste) n'est pas autorisé à être mandataire d'un actionnaire. Toutefois, cette restriction ne s'applique pas aux sociétés cotées, dans le cas où l'actionnaire représenté par procuration a expressément indiqué le sens de son vote sur chaque point de l'ordre du jour.

Conventions de vote

En Lituanie, les accords entre actionnaires portant sur l'exercice du droit de vote sont **nuls et non avendus** si l'engagement pris par un actionnaire suppose:

- de voter selon les instructions reçues des organes de gestion d'une personne morale;
- de voter pour toutes les propositions faites par les organes de gestion d'une personne morale.
-

En Belgique aussi, une convention de vote (ou l'une de ses clauses spécifiques) serait nulle et non avenue dans les circonstances suivantes:

- si un actionnaire s'engage à voter conformément aux directives de la société, d'une filiale ou d'un organe de la société;
- si un actionnaire est d'accord avec la société, une filiale ou les organes de ces sociétés, pour d'approuver les propositions des organes sociaux de la société.

En Roumanie, dans le cas où les parties s'engagent à exercer leur droit de vote conformément aux instructions reçues ou suggérées par la société ou une personne représentant l'entreprise, l'accord est nul en vertu de l'article 128 par. 2 de la loi 31. Toutefois, la manière dont cet article doit être interprété se discute, notamment dans l'hypothèse d'un accord s'inscrivant dans le cadre d'une convention entre actionnaires. Les deux solutions sont pratiquées en droit roumain par la jurisprudence et la doctrine.

En Pologne, les accords entre actionnaires imposant une obligation de voter conformément aux instructions du conseil d'administration, seraient nuls et nonavenus.

2.1.2.3. Obligation de ne pas voter en cas de conflit d'intérêts

En pratique, il est relativement rare qu'un actionnaire ait l'obligation de ne pas exercer son droit de vote, car ce dernier constitue une de ses principales prérogatives individuelles. Toutefois, la liberté de principe dont il bénéficie cède généralement devant l'intérêt collectif lorsque l'actionnaire se trouve en situation de conflit avec la société, qu'il s'agisse d'une situation «normale» (A) a fortiori s'il s'agit d'un contexte contentieux (B).

A) Situation «normale» de conflit d'intérêts

L'interdiction de prendre part au vote sur une résolution qui placerait l'actionnaire en situation de conflit d'intérêts n'est pas unanimement reconnue au sein de l'UE, du moins lorsque l'actionnaire n'est pas également l'un des dirigeants de l'entreprise.

En Belgique, la doctrine juridique considère ainsi que les actionnaires placés dans une situation de conflit d'intérêts ne sont **pas limités** pour participer et voter à l'assemblée. Cette position doctrinale a été confirmée par la jurisprudence.

En Italie, l'actionnaire en conflit peut néanmoins participer au vote en AG. Cependant les résolutions qui n'auraient pas été prises sans le vote favorable de l'actionnaire en conflit d'intérêts peuvent être contestées conformément au CCI si elles peuvent causer des dommages à la société.

En Espagne, il n'existe **pas d'interdiction** faites aux actionnaires d'une SA (cotée ou non) d'exercer leur droit de vote, sauf s'ils sont parallèlement membres de l'organe de direction, car ces derniers ne sont pas autorisés à participer à un vote lorsqu'il existe un conflit d'intérêt.

Il n'en demeure pas moins que l'interdiction faite à un actionnaire d'exercer son droit de vote lorsqu'il est en situation de conflit d'intérêt est tout de même largement répandue au sein de l'UE.

En Autriche, les actionnaires sont privés de l'exercice de leur droit de vote dans certains domaines définis par la loi, notamment en cas de conflit d'intérêts. Un vote exprimé en violation de cette règle n'est **pas valable** et ne doit être pris en compte dans le calcul de la majorité requise des voix.

En Roumanie, dans le cas où un actionnaire a des intérêts contraires à ceux de la société, il doit s'abstenir d'exercer ses droits de vote (article 127 al 1 de la Loi 31).

Aux Pays-Bas, la seule hypothèse dans laquelle une limitation peut être envisagée à la liberté de vote d'un actionnaire est celle où cela serait manifestement contraire à l'intérêt de la société (par exemple en cas d'atteinte à la pérennité de l'entreprise), voire à celui des autres actionnaires.

Cette interdiction de prendre part au vote lorsqu'on est conflicté peut le cas échéant s'étendre aux actions pour lesquelles l'actionnaire concerné dispose d'une procuration. Ainsi, en Italie, la procuration donnée à un représentant en conflit d'intérêts est admise à condition que le représentant informe l'actionnaire par écrit des circonstances donnant lieu à un tel conflit d'intérêt et à condition que l'actionnaire donne des instructions de vote spécifique pour chaque résolution dans laquelle le représentant est censé voter au nom de l'actionnaire (article 135 *decies* - UFA).

Conventions réglementées – Accords contractuels passés avec la société

En Grèce, l'article 23 *bis* de la loi 2190/1920 en vigueur, interdit ou restreint certains types de transactions entre une entreprise et une personne physique ou morale ayant une relation particulière avec cette société, ce qui comprend notamment les actionnaires qui exercent un **contrôle** sur la société.

Les contrats (autres que les conventions de prêts) conclus par la société avec ces personnes sont interdits et, s'ils sont conclus, ils doivent être nuls et nonavenus, **sauf permission spéciale donnée par l'AG**, avant ou après la conclusion, à moins que cette autorisation soit refusée par les actionnaires minoritaires. Cette interdiction n'est pas applicable en cas d'actes entrant dans le cours normal des affaires de la société.

En Bulgarie, la loi POSA requiert l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires à l'égard de certaines transactions importantes entre l'entreprise cotée et une personne intéressée, celle-ci étant définie comme les membres des organes de gestion et de surveillance de la société cotée, le DG, ainsi que les personnes qui détiennent, directement ou indirectement, au moins 25 % des votes dans les assemblées générales de l'entreprise ou qui contrôlent la société.

Il s'agit en particulier des opérations suivantes:

- les opérations résultant de l'acquisition, transfert, utilisation ou garantie d'utilisation, des actions représentant des actifs de long terme dont la valeur globale dépasse de plus de 2 % la valeur de ces actifs selon les derniers comptes audités de la société, dans le cas où une personne intéressée est impliquée dans la transaction;
- les transactions à la suite desquelles la société encourt des passifs envers ou pour le bénéfice des personnes intéressées qui dépassent la valeur visée au point (i) ci-dessus,
- les transactions sur les créances de la société avec des personnes intéressées et qui ne dépassent pas 10 % de la valeur au point (i) ci-dessus.

Toute autre opération impliquant une personne intéressée est soumise à l'approbation préalable de l'organe exécutif. La personne intéressée n'a pas le droit de participer à la prise de décision à l'égard de cette transaction.

En France, il en va de même pour les conventions (autres que portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales) qui seraient conclues avec un actionnaire (direct ou indirect) représentant plus de 10 % du capital de la société. Cet actionnaire n'a pas le droit de participer au vote de ratification qui doit intervenir (*a posteriori*) lors de la plus prochaine AG.

Attribution d'avantages individuels dont ne bénéficient pas les autres actionnaires

Il est relativement fréquent au sein de l'UE que l'actionnaire qui bénéficie d'un **traitement privilégié** (par rapport aux autres actionnaires) n'ait pas le droit de participer en AG au vote de la résolution par laquelle la société va se prononcer en sa faveur.

En Lituanie, un actionnaire ne doit pas être autorisé à voter une augmentation de capital, si l'ordre du jour de l'Assemblée Générale des Actionnaires prévoit que le **droit de souscrire les titres est réservé** à cet actionnaire, un proche parent de l'actionnaire, au conjoint de l'actionnaire ou à son concubin (si le partenariat a été enregistrée conformément à la procédure établie par la loi), et à un proche parent de l'époux, si l'actionnaire est une personne physique, à la société mère de l'actionnaire ou la filiale de l'actionnaire si l'actionnaire est une personne morale, sauf si l'actionnaire a acquis la totalité des actions de la société.

En France, le bénéficiaire d'une **augmentation de capital réservée** n'a pas le droit de participer au vote en AG (article L 225-138 du code de commerce). Il en va de même en cas d'attribution d'**avantages particuliers** ou d'**apports en nature** (article L 225-147 du code de commerce).

En République tchèque, l'actionnaire ne peut exercer ses droits de vote, si l'assemblée générale doit décider d'une augmentation de capital en contrepartie d'une **contribution non monétaire**, ou si oui ou non l'actionnaire doit être déchargé d'une obligation ou démis de ses fonctions en tant que membre d'un organe de la société, pour avoir manqué à ses obligations lors de l'exécution de cette fonction.

B) Situation «contentieuse» vis-à-vis de la société

Naturellement, l'interdiction faite à l'actionnaire d'exercer son droit de vote au sein de l'organe social suprême (AG) se rencontre également dans de nombreux Etats membres en cas d'opposition frontale.

En Suède, l'actionnaire à l'encontre duquel une procédure judiciaire est ouverte, ou celui qui sollicite une décharge de responsabilité auprès de la société, ne peut pas voter directement ou par procuration.

En Allemagne, un actionnaire n'est pas autorisé à exercer ses droits de vote si la société recherche sa responsabilité en justice.

Au Danemark, un actionnaire ne peut pas participer, au nom d'autres actionnaires, par procuration ou agissant comme mandataire, à un vote à une AG qui se rapporte à des poursuites judiciaires contre l'actionnaire ou à la responsabilité de l'actionnaire de la société.

Un actionnaire ne peut participer à tout vote concernant à des poursuites judiciaires contre d'autres actionnaires ou se rapportant à leur responsabilité, si cet actionnaire a un intérêt substantiel dans l'affaire qui peut être contraire aux intérêts de la société.

En Estonie, un actionnaire ne peut pas voter s'il a conclu un accord contractuel avec la société ou en cas de procédure contentieuse contre la société ou en cas de litige sur l'évaluation de l'activité de la société. Dans ces cas, les voix de cet actionnaire ne doivent pas être prises en compte pour la détermination des règles de quorum et majorité.

En Lettonie, l'actionnaire n'a pas le droit de voter, dans le cas où une décision est adoptée concernant sa responsabilité à l'égard de la société.

En Grèce, dans les cas où l'AG est convoquée pour décider si la société doit tenter une action judiciaire contre les membres du CA pour des réclamations découlant de la gestion des affaires de la société, un actionnaire qui est également membre du CA est interdit d'exercer ses droits de vote. Cette interdiction est prévue à l'article 66 du Code civil grec.

En Autriche, un actionnaire peut être privé de son droit de vote dans les cas suivants:

- abandon par la société d'une créance sur l'actionnaire;
- allocation d'une prestation à l'actionnaire au détriment potentiel de la société;
- conclusion d'une transaction entre l'actionnaire et la société;
- conclusion et résiliation d'un contrat de travail avec l'actionnaire;
- début ou conduite d'un procès contre l'actionnaire.

Toutefois, un actionnaire n'est **pas interdit** d'exercer ses droits de vote dans le cas de son élection ou destitution en tant que dirigeant ou membre du conseil de surveillance.

En règle générale, en vertu du droit hongrois des sociétés, l'actionnaire d'une société ne peut pas émettre un vote dans le processus d'adoption d'une résolution si une telle résolution (i) exonère l'actionnaire de l'une de ses obligations ou responsabilités, ou (ii) accorde un **avantage** à l'actionnaire. En plus de ce qui précède, un actionnaire avec lequel un accord doit être conclu, ou contre lequel des poursuites judiciaires doivent être engagées en vertu de la résolution, n'est pas habilité à exprimer son vote dans le processus d'adoption de cette résolution.

La loi polonaise décrit certaines situations où un actionnaire en situation de conflit d'intérêts ne peut pas exercer ses droits de vote (article 244 et 413 du code des sociétés commerciales):

- quand on examine la candidature de cet actionnaire au conseil d'administration,
- quand on libère cet actionnaire de toute responsabilité envers la société, ou
- quand éclate un différend entre cet actionnaire et la société

En outre les actionnaires qui sont membres du conseil d'administration sont interdits de voter dans les affaires relatives à leur **rémunération**.

Dans les situations mentionnées ci-dessus l'actionnaire est interdit de voter soit personnellement ou par procuration ou en tant que mandataire d'un autre actionnaire (à l'égard de la dernière l'exclusion des sociétés énumérées cependant).

RAPPEL

- Le droit de vote est individuel, mais il s'exerce collectivement, au sein d'un organe social collégial (AG) qui prendra, à une règle de majorité et non pas à l'unanimité, les décisions au nom de la société (personne morale).
- Il faut donc accepter le fait que la «démocratie actionnariale» s'exprime nécessairement de manière indirecte et repose essentiellement sur la confiance faite (entre deux AG) aux mandataires sociaux.

2.2. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QUE PROPRIÉTAIRES D'UN TITRE DE CAPITAL

S'agissant du droit de propriété des actionnaires (1) – et de leurs obligations corrélatives (2) – il a semblé intéressant de passer en revue les approches retenues dans les différents États membres, afin de déterminer le type de logique qu'on y privilégie :

- s'agit-il d'une logique **institutionnelle** soucieuse de protéger l'enrichissement collectif sur le long terme au travers de celui de la personne morale dont les intérêts – supérieurs – guident les organes sociaux (AG statuant à la majorité, management obéissant à son chef) ?
- ou bien plutôt d'une logique plus **contractuelle** où chaque actionnaire est libre de poursuivre individuellement la recherche de son propre profit à court terme, fut-ce au prix d'une aliénation de sa propriété (vente des titres) ?

On peut cependant estimer que dans cette dernière logique, qui est celle qu'encourage la **cotation en Bourse** des actions, l'exercice des droits d'actionnaire risque de prendre des allures de « désertion » (dans la mesure où l'investisseur cesse d'être « actionnaire » en revendant ses titres et abandonne par conséquent la société dont il cesse d'être associé).

2.2.1. DROITS DES ACTIONNAIRES EN TANT QUE PROPRIÉTAIRES D'UN TITRE DE CAPITAL

En tant que propriétaire d'un titre de capital, l'actionnaire est un **investisseur** dont les chances de gains résultent davantage de la perspective de **revendre ses actions** (notamment sur le marché boursier) en dégageant une plus-value, plutôt que d'espérer un « remboursement » qui ne viendra probablement jamais – sauf liquidation de la société – et qui sera en tout état de cause soumis à un **aléa fort** puisqu'il passera qu'en dernier, après désintéressement de tous les créanciers de l'entreprise.

En Roumanie, certaines dispositions applicables aux sociétés à responsabilité limitée ont énoncé le principe général de la **préservation des actifs de l'entreprise**, selon lequel les actionnaires ne peuvent pas, directement ou indirectement, récupérer leurs contributions et n'ont droit qu'à versement de dividendes ou de récupérer le paiement du capital suite à une diminution du capital social ou de la liquidation.

Compte tenu des **risques financiers** qu'il encourt, il est par conséquent indispensable que l'actionnaire bénéficie d'un maximum d'informations sur l'objet de son investissement, à commencer par la description de la société cible avant même qu'il ne procède à l'acquisition des actions.

Cet aspect a été particulièrement pris en compte par le droit de l'UE, notamment en ce qui concerne les sociétés cotées, puisque la qualité de l'information diffusée à l'occasion des offres au public des titres de capital fait l'objet d'un encadrement strict (Cf. Directive Prospectus (...)).

Une fois la propriété des titres partagée entre les mains de nombreux acteurs présents sur le marché, c'est le cadre réglementaire de l'obligation d'information continue et/ou périodique (comptable) qui prend le relais (Cf. ci-dessus - Développements consacrés à l'information des associés).

En général, une société cotée doit (sans retard injustifié) divulguer et déposer auprès de l'autorité en charge de la négociation publique toutes les informations sur l'émetteur qui pourront avoir des effets sur la valeur des titres. C'est souvent à la société émettrice elle-même (c'est-à-dire à ses dirigeants) de déterminer quelles sont les informations qu'elle doit dévoiler en vertu de son obligation d'information.

Cet afflux d'informations en provenance de la société émettrice (sous la responsabilité de ses dirigeants) complétées le cas échéant par les informations en provenance d'autres intervenants du marché, notamment si la société est cotée, permettra au propriétaire d'un titre de capital d'apprécier à tout moment la **valeur vénale** de son bien.

En outre, les opérations d'acquisition de titres s'adressant à un large public (actionnariat des sociétés cotées) font elles aussi l'objet d'un encadrement réglementaire (originaire de l'UE – Cf. Directive OPA (...)) qui a notamment pour objectif de vérifier la qualité des informations fournies par l'auteur de l'OPA (futur propriétaire d'actions).

Dans ces conditions, l'un des principaux droits de l'actionnaire «propriétaire de titres de capital» est de recevoir le maximum d'informations portant sur la société (2.2.1.1.), afin d'être capable d'apprécier s'il est opportun de suivre les augmentations de capital ultérieures ou de se laisser diluer (2.2.1.2.) mais aussi – et surtout – d'en retirer le meilleur prix en cas de revente de ses actions à supposer naturellement qu'il soit libre de procéder à une telle cession, ce qui constitue un autre de ses droits essentiels (2.2.1.3.).

2.2.1.1. Droit aux dividendes

En tant que propriétaire de titres de capital, l'actionnaire a droit aux dividendes qui pourraient être versés, ce qui constitue une rémunération des apports que représentent ses actions. Dans cette optique, il peut apparaître légitime que les actionnaires les plus fidèles bénéficient d'une prime à l'ancienneté (A) et que les propriétaires du capital bénéficient d'une protection contre d'éventuelles malversations commises par les dirigeants de la société dont ils ont financée en fonds propres (B).

A) Traitement différentiel en fonction de l'ancienneté du titre de propriété

En France, il est possible de prévoir dans les statuts que les actionnaires détenant leurs actions au nominatif depuis plus de deux ans auront droit à un **dividende majoré** (dans la limite d'une majoration de 10 %). L'Institut Montaigne, *think tank* influent en France, a même promu en 2009, en plein cœur de la crise financière, l'idée que la démultiplication des droits de vote associés aux actions conservées³², fonction du temps de conservation, permettrait ainsi de primer, dans son influence sur les organes de gestion, l'actionnaire de long terme par rapport à celui de passage³³.

Le droit polonais permet l'attribution de certains droits financiers et non financiers aux actionnaires détenant des actions pendant une certaine période de temps.

Cette allocation peut être effectuée au moyen de l'émission d'actions privilégiées (174 et 351 du Code des sociétés commerciales) ou par l'octroi de certains droits personnels (article 354 du Code des sociétés commerciales).

Par exemple (i) les actionnaires détenant des actions au moins trois ans peuvent avoir droit à des droits de vote supplémentaires (plus d'une voix par action) ou des dividendes majorés (plus de 10 % du dividende) par action, (ii) un actionnaire donné, qui détient des actions pendant deux ans, peut avoir le droit d'être représenté au conseil d'administration.

³² A l'instar de ce qui se pratique dans les pays scandinaves, en Suisse, aux Pays-Bas (cf. plus bas) et même aux États-Unis...

³³ «Le G20, et après...», Document complémentaire du *briefing paper* de l'Institut Montaigne « *Reconstruire la finance pour relancer l'économie* », Mars 2009, http://www.institutmontaigne.org/medias/Le_G20_et_apres_1.pdf

En outre les statuts peuvent attribuer quelques droits généraux à tous les actionnaires en fonction du temps de détention des actions.

En Italie, les statuts des sociétés cotées peuvent prévoir que chaque action détenue de manière continue par le même actionnaire pendant une certaine période de temps, et en tout état de cause pendant au moins un an, accorde le droit à une augmentation de 10 % par rapport au dividende distribué aux autres actions. Les statuts peuvent prévoir des conditions supplémentaires afin d'accorder un tel droit financier (article 127 quater-UFA).

En Espagne, les statuts d'une SA (cotée ou non) peuvent établir la création de différentes catégories d'actions, dont l'une pourrait contenir un privilège sur la répartition des droits financiers (tels que, par exemple, un dividende préférentiel) en faveur des actionnaires détenant ces actions pendant une certaine période de temps.

Aux Pays-Bas, bien que rien de tel ne soit prévu par le droit des sociétés néerlandais, la Cour suprême néerlandaise (*Hoge Raad*) a affirmé en 2008 que les «dividendes de la loyauté» étaient légitimes dès lors qu'ils ne seraient pas créés pour porter atteinte au concept d'égalité des actionnaires. Ces dividendes s'appliquent aux actionnaires détenant des titres depuis plus de trois années consécutives. Cependant ces dividendes ont été considérés comme illégaux et n'ont plus été utilisés depuis.

B) Droit de regard sur la qualité de la gestion des fonds que l'actionnaire a confiés à la société

Il est important de noter, l'actionnaire n'a **aucune certitude** de percevoir effectivement des dividendes, même en cas de résultats positifs, car l'AG peut préférer placer **l'intégralité des bénéfices en réserves**.

Aux Pays-Bas, la jurisprudence estime toutefois qu'un actionnaire majoritaire ne serait pas autorisé à poursuivre une politique de distribution consistant à ne pas verser de dividendes simplement pour exclure les minoritaires. Une telle décision pourrait être annulée.

Compte tenu de cet aléa (**absence de rémunération garantie** pour l'investisseur en capital), certains États membres de l'UE ont reconnu aux actionnaires – et ce pendant tout le temps de leur présence au capital - le **droit d'être traité convenablement** de la part des dirigeants assurant la gestion de la société dont il détient une partie des actions.

En Belgique, les actionnaires d'une société à responsabilité limitée cotée (NV/SA) disposent des prérogatives suivantes:

- **droit de recours individuel** contre les administrateurs concernés. Ce droit appartient à tout actionnaire qui subit une perte nette, pour compenser les dommages causés par une violation des obligations du gérant (responsabilité délictuelle: 1382-1383 Code civil belge);
- **droit de recours individuel** contre les administrateurs (en principe conjointement et solidairement responsables) de tout actionnaire qui subit une perte nette, pour compenser les dommages résultant d'une violation du CBS ou des statuts de la société (528 CBS).

En Lituanie, les actionnaires qui détiennent des actions représentant au moins 1/10 du capital ont le **droit de demander au tribunal de nommer des experts** qui doivent déterminer si une entreprise ou un organe de gestion ou l'un de leurs membres a agi d'une manière appropriée ou non.

- Le tribunal peut décider de révoquer les décisions des organes des sociétés, suspendre les pouvoirs ou exclure une personne de l'organe gestionnaire.

- Il peut également décider la liquidation d'une personne morale et nommer un liquidateur, etc.

En Irlande, tout actionnaire minoritaire d'une entreprise peut faire une demande à la Cour en vertu de l'article 205 de la Loi sur les compagnies 1963, s'il estime que les affaires de la société sont conduites d'une manière **oppressive** pour lui ou l'un des actionnaires, ou au mépris de son ou de leurs intérêts en tant qu'actionnaires. Une demande similaire peut être faite en vertu l'article 213 (g) de la loi de 1963, mais son application nécessite que la société soit en faillite.

2.2.1.2. Droit de résister à la dilution

N'étant individuellement propriétaire que d'une fraction du capital de la société, l'actionnaire est exposé au risque d'être dilué en cas d'opération portant sur ledit capital, ce qui justifie généralement qu'on lui reconnaisse un droit préférentiel de souscription (A), mais aussi qu'il soit protégé contre toute dilution « économique » (B)

A) Droit préférentiel de souscription

Les actionnaires disposent généralement, proportionnellement à leur quote-part du capital, de droits préférentiels de souscription (DPS) leur permettant (à l'instar de droits de préemption pour les cessions de titres) d'avoir un accès privilégié aux augmentations de capital effectuées postérieurement à leur entrée au capital de la société, ce qui leur permet d'éviter d'être dilués (en suivant l'opération), voire de souscrire à la place de ceux qui n'en ont pas les moyens financiers, sachant que les DPS sont également négociables si bien que leur détenteur peut également les vendre à défaut de les exercer.

En Espagne, les actionnaires ont des droits proportionnels à leur participation au capital qui leur permettent de résister à la dilution résultant d'une augmentation de capital. Ces droits peuvent cependant être supprimés si cela est dans l'intérêt de la société et si certaines conditions sont remplies. Pour les sociétés cotées, les conditions pour exclure les droits préférentiels de souscription (DPS) sont abaissées. L'AG peut décider d'émettre de nouvelles actions sans droit préférentiel de souscription après avoir reçu le rapport du pouvoir exécutif et des commissaires aux comptes.

En France, la suppression des droits préférentiels de souscription (DPS) dont bénéficient en principe les actionnaires à raison de toute augmentation de capital résultant d'apports en numéraire, est soumise non seulement au vote d'une majorité qualifiée (2/3) des actionnaires présents et représentés à l'AG, mais aussi à l'obligation pour le conseil d'administration et les commissaires aux comptes (CAC) d'établir des rapports détaillant les motifs et les caractéristiques (notamment financières) d'une telle opération.

B) Protection contre la dilution «économique»

Indépendamment de la dilution **mathématique** qui résulte d'une augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription (DPS), les actionnaires sont également menacés de subir une dilution «économique» au cas où le prix d'émission retenu en faveur d'un autre investisseur serait excessivement avantageux.

Aussi, de nombreux États membres ont établi des réglementations impératives encadrant les conditions de détermination du prix d'entrée au capital dans le cadre d'opérations qui ne bénéficient pas à l'ensemble des actionnaires.

En France, dans les sociétés cotées, le prix d'émission des actions faisant l'objet d'une offre auprès de bénéficiaires n'ayant pas été identifiés par l'AG (offre au public ou placement privé) est encadré par la loi (décote maximale de 5 % par rapport au cours de bourse).

Au Danemark, toute résolution proposée visant à augmenter le capital social à un prix **inférieur à la valeur de marché** au profit de certains actionnaires existants nécessite l'accord unanime de tous les actionnaires.

2.2.1.3. Droit d'aliéner son bien

S'agissant du droit dont dispose chaque actionnaire d'aliéner ses actions, c'est à peine s'il relève du droit des sociétés: non seulement la cessibilité des titres tient à leur qualification juridique (en tant que valeurs mobilières négociables) (A), mais encore l'objectif de maximaliser son profit en obtenant le meilleur prix de revente sur le marché ne saurait concerner la société émettrice qui n'y gagne rien (B). Seul le devoir de loyauté auquel sont tenus les dirigeants sociaux à l'égard d'un actionnaire cédant mérite d'être évoqué (C)

A) Cessibilité

En dehors de l'hypothèse (rare en pratique) d'une clause statutaire d'inaliénabilité (laquelle doit de surcroît impérativement être limitée dans le temps: voir ci-dessous), le droit de tout actionnaire de vendre ses actions tient à la nature de ces instruments financiers, qui sont des valeurs mobilières se définissant précisément par leur libre négociabilité (c'est-à-dire la capacité à être transférées d'un titulaire à l'autre sans formalisme excessif).

Cette dimension a d'ailleurs historiquement été la première (et longtemps la seule) caractéristique des actionnaires (pris en leur qualité de propriétaires de titres de capital) que le droit de l'UE a pris en compte, conformément à l'approche économique des sociétés qui était au départ la sienne pour favoriser les échanges (fusions transfrontalières, OPA, organisation des négociations boursières, etc.) au sein du marché intérieur de l'UE.

B) Maximalisation du profit

Le prix d'entrée au capital peut le cas échéant être régi par le droit des sociétés, dans la mesure où le prix de souscription à l'émission d'actions (dont résultera l'augmentation du capital et l'acquisition par un investisseur extérieur à la société de la qualité d'actionnaire en tant que propriétaire d'un titre de capital) fait parfois l'objet d'un encadrement législatif.

En revanche, le prix de sortie est rarement du ressort de la société elle-même (sauf si elle se trouve en position d'acquéreur, ce qui reste cependant exceptionnel compte tenu du principe de prohibition de la détention par un émetteur de ses propres titres de capital: Cf. Directive 77/91/CE en date du 13 décembre 1976).

Pour autant, cette question a été abondamment traitée par le droit de l'UE: on peut même dire que c'est LE (seul) droit d'actionnaire dont les directives se sont longtemps occupées, dans la mesure où c'est le principal ressort du fonctionnement du marché boursier.

Ainsi, l'objectif premier des obligations en matière d'information du public (et son corolaire, à savoir la répression de la diffusion d'informations fausses ou tardives) est de faire en sorte que le cours de bourse reflète le mieux possible la valeur vénale des actions, afin que leur propriétaire sache à tout moment combien vaut son bien et quel prix il peut en tirer sur le marché.

De plus, la Directive OPA est intervenue afin d'harmoniser au sein de l'UE les règles selon lesquelles TOUS les actionnaires d'une société cotée peuvent se voir offrir de céder leurs

titres de capital au meilleur prix (compte tenu des éventuelles surenchères et des offres concurrentes qui ont vocation à tirer ce dernier vers le haut).

Il est révélateur que la société émettrice des actions faisant l'objet d'une telle offre publique d'acquisition (OPA) soit invitée à surtout ne RIEN faire pour se défendre et à ne pas interférer avec ce processus de rachat de ses titres (lequel est réalisé pour le plus grand plaisir de ses actionnaires minoritaires – dont les intérêts patrimoniaux sont visiblement les seuls à être pris en compte).

Cela montre en effet qu'encore récemment, le droit de l'UE portant sur les sociétés cotées ne se souciait pas de l'intérêt de l'entreprise elle-même et que l'intérêt de leurs actionnaires n'était apprécié que sur un plan financier, à l'occasion des opérations au terme desquelles ils étaient invités à céder les titres de capital dont ils étaient jusqu'alors propriétaires, ce qui est pour le moins paradoxal.

C) Importance du devoir de loyauté des dirigeants

Il reste néanmoins un domaine dans lequel le droit des sociétés est effectivement appelé à protéger le droit des actionnaires à céder les titres de capital dont ils sont propriétaires: c'est de s'assurer que les dirigeants sociaux adoptent un comportement loyal à leur égard lorsqu'ils sont amenés à intervenir dans la procession de cession (soit en tant que contrepartie parce qu'ils se portent eux-mêmes acquéreurs des actions vendues, soit en tant qu'intermédiaires).

Il est impératif que les dirigeants sociaux, qui disposent souvent d'informations privilégiées sur la société (y compris, voire surtout lorsque cette dernière n'est pas cotée et qu'elle n'est donc pas soumise à l'obligation de communiquer ces données au public) auxquelles les actionnaires n'ont pas accès, n'exploitent pas ce différentiel (à leur profit ou à celui d'un tiers cessionnaire qui ferait une «bonne affaire» en rachetant les titres au-dessous de leur valeur réelle).

Ce devoir de loyauté auquel un actionnaire cédant est en droit de s'attendre de la part des dirigeants sociaux a notamment été reconnu par la jurisprudence de la cour de cassation en France. Il s'agit de l'équivalent sur un plan civil du délit (manquement) d'initié tel qu'il est réprimé sur le plan pénal (administratif) dans les pays membres de l'UE qui ont transposé la Directive Abus de Marché (notamment les dispositions relatives à l'exploitation d'informations privilégiées).

Pour les sociétés estoniennes cotées, les membres du conseil d'administration et du conseil de surveillance ne sont pas autorisés à émettre des titres pour leur propre compte ou par un intermédiaire pendant la période s'étalant de la semaine avant la fin de la «période de couverture» (*reporting period*) jusqu'au jour après la divulgation des résultats financiers.

Au Royaume-Uni, dans les cas des sociétés cotées «Premium», personne n'est autorisé, disposant d'une information privilégiée, à procéder/participer à des transactions sur les actions (l'actionnaire est bien évidemment visé). D'autres dispositions concernent les opérations d'initié pour les sociétés n'étant pas cotées «Premium».

- Est-ce que le **droit de ne plus être actionnaire** est - encore - un droit d'actionnaire? Cela relève-t-il vraiment du droit des sociétés (*fiduciary duty* des dirigeants à l'égard de l'associé qui cherche à tirer le meilleur prix de la vente de ses titres) ou plutôt du **droit des marchés financiers** qui s'intéresse logiquement aux préoccupations d'un **investisseur** qui a vocation à liquider son bien?

2.2.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES EN TANT QUE PROPRIÉTAIRES D'UN TITRE DE CAPITAL

Aux côtés des obligations basiques qui peuvent peser sur un investisseur en capital (libération du prix de souscription des actions par exemple), qui sont généralement reconnues par la plupart des droits des sociétés des pays de l'UE, le droit de l'UE a largement contribué à l'harmonisation des procédures obligatoires s'appliquant aux actionnaires de sociétés cotées, qu'il s'agisse des majoritaires (auxquels il sera demandé d'offrir une «porte de sortie» et une liquidité aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent, notamment en cas de modification du pacte d'investissement initial: changement de contrôle, concentration du capital privant le marché de toute liquidité, etc.) ou des minoritaires (auxquels il sera demandé de sortir du capital lorsqu'ils n'en détiennent plus qu'une fraction minimale).

Il peut également arriver que l'actionnaire soit soumis localement à des obligations affectant la propriété des titres de capital. Ainsi, en Finlande, un actionnaire peut - dans certaines circonstances - être obligé de racheter les actions d'un autre actionnaire lorsqu'il a contribué à prendre une décision contraire au principe d'égalité de traitement entre actionnaires ou lorsqu'il a violé les dispositions du droit des sociétés ou les statuts de la société. Le processus de rachat des actions ainsi que la détermination du prix de rachat est effectué en fonction des règles du droit des sociétés finlandais.

En tant que copropriétaires de la société, ce qui suppose notamment qu'ils aient acquitté le prix d'entrée au capital dont ils ont souscrit une partie (2.2.2.1), les actionnaires peuvent se voir imposer des obligations relatives à l'acquisition (2.2.2.2) ou à la cession des titres de capital émis par la société (2.2.2.3.).

2.2.2.1. Obligation tenant à la qualité de propriétaire d'actions

Outre l'obligation de libération du prix de souscription des actions nouvellement émises (A), les actionnaires sont soumis, en leur qualité de propriétaires d'un titre de capital et non pas d'un titre de créance, à l'obligation de faire preuve de patience (B), voire de conserver leur propriété pendant un certain temps (C).

A) Obligation de libération

La première obligation qui pèse sur l'investisseur qui vient d'acquérir une action en souscrivant à une augmentation de capital est de la payer. A défaut, il peut se voir priver de ses droits (notamment de celui de voter), voire de ses actions (exclusion).

En Estonie, si au moment de l'immatriculation de la société ou au moment de la réalisation d'une augmentation de capital, la valeur d'une contribution non monétaire faite par l'actionnaire est inférieure à la valeur nominale de ses actions, alors la société peut exiger que l'actionnaire complète la différence. Le délai de prescription de la créance est de 5 ans à compter de l'immatriculation de la société ou de l'augmentation de capital. Tant que sa dette n'est pas éteinte, l'actionnaire n'est qu'un propriétaire en sursis et ses droits peuvent lui être retirés (notamment en ce qui concerne le droit de vote) s'il ne satisfait pas à cette obligation dans les délais prescrits par la loi.

Au Royaume-Uni, en République Tchèque, en Roumanie ou en Lettonie, l'actionnaire qui ne s'acquitte pas du montant des actions qu'il acquiert ne peut pas voter avec les droits de vote associés.

En Italie, l'actionnaire qui ne paie pas le prix dû en vertu de la loi pour la souscription des actions, ne peut pas exercer ses droits de vote (article 2344 du Code civil italien ou «CCI»).

En Hongrie, un actionnaire qui n'a pas complètement libéré son apport en capital à temps n'est pas habilité à exercer ses droits de vote au sein d'une société à responsabilité limitée en commandite par actions ou d'une société anonyme (SA).

En Belgique, si les actions ne sont pas entièrement libérées alors que le paiement de la souscription est devenu exigible et a été demandé correctement par l'entreprise, l'exercice des droits de vote est suspendu (article 541, par. 3 CBS.).

De même, la loi polonaise (article 411 § 2 du Code des sociétés commerciales) exprime la règle générale selon laquelle un actionnaire est interdit d'exercer des droits de vote lorsque le montant de ses actions n'a pas été libéré (dans certaines situations les actionnaires peuvent prendre part aux décisions et s'obligent à libérer le capital requis au bout d'une certaine période).

Selon la loi bulgare, un actionnaire dans une entreprise, cotée ou non, peut être exclu de la société dans le cas où il n'a pas libéré ses actions dans le délai indiqué dans les statuts de la société (la période ne peut pas être plus longue que deux ans).

- L'exclusion n'est autorisée que lorsqu'un préavis d'un mois a été donné par écrit, exigeant de l'actionnaire de s'acquitter de son paiement dans le délai prescrit.
- L'avis doit être rendu public dans le registre du commerce à moins que le transfert des actions ne soit soumis à l'accord de la société. Si l'actionnaire ne paie pas les cotisations dues dans cette période d'un mois, il est réputé exclu de la société.

B) Obligation de faire preuve de patience

L'obligation de libérer le prix d'émission des actions est essentielle car c'est elle qui permet ensuite de mieux comprendre la nature des relations qui unissent l'actionnaire à la société: tout porteur d'actions, même s'il n'a fait que les acheter sur le marché (boursier) et s'il n'a jamais apporté le moindre centime à la société émettrice, tire ses droits de propriétaire de l'apporteur initial (en numéraire ou en nature) dont il a «hérité» des titres en les lui rachetant.

En Lituanie, il est cependant interdit de transférer les actions qui ne sont pas entièrement libérées.

C'est ce qui fait dire à certains que l'actionnaire est le **premier des créanciers**, même s'il n'est remboursé qu'en **dernier**, après désintéressement de tous les autres, au moment de la dissolution de la société, si bien qu'en pratique il réalise son retour sur investissement en revendant ses actions auprès d'un autre actionnaire ou d'un tiers.

En Italie, la loi précise que le remboursement des prêts d'actionnaires est subordonné à la satisfaction des revendications des autres créanciers. En outre, si le remboursement a eu lieu dans l'année précédant une déclaration de faillite de la société, alors les sommes doivent être retournées.

Au-delà de la libération de ses apports, l'actionnaire doit également se soumettre aux obligations légales conçues pour renforcer les fonds propres des sociétés, qui n'ont pas vocation à redistribuer immédiatement leur capital.

Ainsi, les actionnaires ne peuvent généralement pas recevoir de dividendes tant que la **réserve légale** n'est pas entièrement constituée.

En Roumanie, la violation de l'obligation liée à la constitution de réserves (20 % du capital social) est menacée d'une peine d'emprisonnement de un à cinq ans. La personne responsable de cette violation est également responsable pour les dommages causés à la société.

C) Obligation de rester temporairement au capital

De nombreux États membres admettent la possibilité d'imposer aux actionnaires l'inaliénabilité des titres de capital dont ils sont propriétaires. Toutefois cette mesure attentatoire aux droits du propriétaire d'actions reste exceptionnelle et doit impérativement être bornée dans le temps.

En Espagne, les clauses rendant les actions incessibles sont **nulles**.

En Pologne, un pacte d'actionnaires peut limiter le transfert d'actions d'une manière déterminée, à la discrétion des actionnaires. Dans une société anonyme, la loi polonaise autorise les accords de limitation de transfert d'actions, mais pour une durée maximale de **cinq ans** à compter de la date de conclusion de l'accord (article 338 du Code des sociétés commerciales). Quant à la restriction résultant des statuts de la société, le transfert des actions peut être (i) subordonné à l'autorisation du conseil de gestion ou (ii) limité d'une autre manière (article 182, 337 et 338 du Code des sociétés commerciales).

Dans le cas des sociétés italiennes non cotées, les statuts peuvent limiter le transfert des actions nominatives et peuvent empêcher leur transfert pour une période de temps ne dépassant pas cinq ans à compter de la date de constitution de la société ou à partir du moment où l'interdiction est formulée.

En Belgique, une clause d'inaliénabilité ne serait valable que si les conditions suivantes sont remplies (article 510 CBS):

- être stipulée dans les statuts ou dans une convention d'actionnaires;
- être limitée dans le temps (dans la pratique: une durée moyenne de **dix ans**);
- être justifiée par l'intérêt de l'entreprise (par exemple: pour stabiliser la société, de renforcer le contrôle sur le conseil d'administration, etc.);

Des conditions similaires seraient requises en France aussi.

En République tchèque, les statuts d'une société anonyme peuvent limiter la transférabilité (cession libre) des actions nominatives uniquement. La limitation peut être de toute nature, mais **ne peut pas conduire à l'exclusion de la libre cession** en soi. La réglementation légale prévoit expressément la possibilité d'une limitation de cette libre cession sous le consentement d'un organe de la société. Cela dépend, cependant, de la réglementation contenue dans les statuts de la société donnée.

En réalité, la principale limite que peuvent poser les statuts afin de restreindre la liberté des actionnaires de céder leurs actions à qui bon leur semble consiste dans l'obligation d'obtenir l'**agrément** du cessionnaire.

Pour les sociétés anonymes lettones qui peuvent être à la fois cotées et non cotées, une action peut être librement aliénée. Toutefois, les statuts peuvent prévoir que la vente nécessitera le consentement de l'assemblée des actionnaires.

Selon le droit des sociétés finlandais, la libre cession des titres de capital ne peut pas être restreinte autrement que par incorporation d'une clause de rachat spécifique ou une clause de «consentement» (c'est-à-dire que la cession des actions nécessite un consentement

particulier de la part de la société). Les règlements Nasdaq OMX Helsinki Ltd, prévoient la libre cessibilité des actions admises sur un marché réglementé.

D) Clauses statutaires d'agrément

Le principe des clauses d'agrément se retrouve très largement répandu au sein de l'UE, ce qui montre bien que les sociétés se voient souvent reconnu le droit de choisir les propriétaires de leurs titres de capital.

La loi polonaise permet aux actionnaires de mettre en place des restrictions de transfert, qui peuvent exister dans une société par actions (cotée et non cotée). Des restrictions peuvent être établies soit dans les statuts (de telles restrictions sont en vigueur dès la création de l'entreprise) ou dans un pacte d'actionnaires (lorsque les restrictions n'ont pas d'effet sur la société, mais seulement sur les parties). Dans les sociétés par actions, ces limitations ne peuvent s'appliquer qu'aux actions **nominatives** (article 337 du Code des sociétés commerciales).

En pratique, ce type de clause est généralement réservé aux sociétés non cotées, car elle fait obstacle à la **fluidité des transactions** qui caractérise les marchés boursiers.

Ainsi que le rappelle notre correspondant Belge, les valeurs mobilières admises à la cote sur le marché NYSE Euronext doit être «librement cessibles et négociables» (article 6.6 du livret de règles Euronext, Livre I Règles harmonisées). À cet égard, les conventions entre actionnaires qui limitent le transfert des actions peuvent être problématiques pour les entreprises qui cherchent la liste de leurs titres sur le marché NYSE Euronext.

Au Danemark, la section 2.3.3 des règles applicables aux émetteurs d'actions sur le NASDAQ OMX Copenhagen A / S déclare que la libre négociabilité des actions est une condition générale pour la cotation en bourse et l'admission des actions à la négociation. Or, lorsque les statuts de la société stipulent des limitations sur la transférabilité des actions, ces limites peuvent généralement être considérées comme restreignant la libre cessibilité, si bien que la société ne pourra pas s'introduire en Bourse.

En Bulgarie, la loi POSA **interdit** toute restriction sur le transfert des actions dans les entreprises (cotées ou non) dont l'actionnariat est ouvert au public.

En Grèce, la législation nationale autorise les actionnaires à prévoir des dispositions dans les statuts, permettant de limiter le droit des actionnaires de vendre librement ses actions. Conformément à l'article 3, § 7 de la loi 2190/1920, l'émission des actions nominatives bloquées, dont le transfert dépend de l'approbation de la société, peuvent être autorisées par les dispositions des statuts. L'approbation est donnée par le CA ou l'AG conformément à ce qui est prévu dans les statuts. Les statuts peuvent prévoir les raisons pour lesquelles cette approbation peut être refusée.

À l'exception des transferts d'actions en raison de la mort, les statuts peuvent également prévoir d'autres formes de restrictions à la transmissibilité des actions nominatives, en particulier:

- l'interdiction du transfert si les actions n'ont pas été préalablement offertes au reste des actionnaires ou à certains d'entre eux,
- l'indication, par la société, d'un actionnaire ou un tiers qui acquerra les actions au cas où un actionnaire souhaite les transférer. Les statuts doivent prévoir la procédure, les conditions et le délai dans lequel la société approuve le transfert ou indique un acheteur. Si le délai expire, le transfert des actions n'est pas entravé.

La disposition juridique susmentionnée précise que de telles restrictions des Statuts ne doivent pas rendre le transfert impossible et que les transferts effectués en violation des dispositions des statuts ne sont pas valides.

En Belgique, la validité d'une clause d'agrément et de préemption est subordonnée à la condition que la restriction de la transmissibilité des actions ne dure **pas plus de six mois** à compter de la demande d'approbation ou de l'invitation à exercer le droit de préemption, si ce n'est pas le cas, la durée de l'inaliénabilité est automatiquement réduite à six mois; (article 510 CBS).

Les statuts d'une société autrichienne non cotée peuvent exiger l'approbation préalable de la société pour le transfert des actions nominatives, qui ne peut être refusée que pour une **cause juste**. A défaut d'agrément, les actions de l'actionnaire cédant peuvent être rachetées par la société elle-même afin de les annuler, voire par les autres actionnaires qui bénéficient par conséquent d'une sorte de droit de préférence.

En Italie, les dispositions des statuts qui conditionnent le transfert des actions à la seule approbation par les organes sociaux ou par les autres actionnaires sont **nulles et non avenues** si ces clauses ne prévoient pas (i) l'obligation de la société ou des autres actionnaires d'acheter ces actions ou (ii) le droit de rétractation en faveur du vendeur (article 2355 bis CCI).

En France, le rachat des actions par la société émettrice n'est qu'une **solution par défaut** (si les actions n'ont pas été rachetées par des actionnaires ou par un tiers agréé).

Si un actionnaire d'une société hongroise souhaite vendre sa participation, les autres actionnaires, la société, ou une personne désignée par l'assemblée des actionnaires ont, **dans cet ordre précis**, un droit de préemption pour le contingent devant être transféré par un contrat de vente et d'achat. Ce droit de préemption peut être exclu dans les statuts de la société.

Compte tenu de leurs modalités d'application, les clauses statutaires d'agrément sont fréquemment assimilées à des **droits de préemption** au profit des actionnaires.

Ainsi en Estonie, les deux mécanismes sont présentés de manière conjointe:

- dans les sociétés non cotées, les actionnaires de la société ont un droit de préemption qu'ils peuvent exercer durant le délai d'un mois après la présentation de l'accord de cession d'actions. Les statuts peuvent également prévoir que la cession ne pourra s'effectuer qu'après avoir eu une autorisation qui peut être celle du conseil de surveillance ou un autre organe. Le cédant doit soumettre son contrat de cession à l'organe de gestion, qui prévient les autres actionnaires. Cette cession doit faire l'objet d'un acte notarié;
- dans les sociétés cotées, les statuts pourront limiter la cession libre des actions en accordant aux actionnaires un droit de préemption sur les actions. Ce droit de préemption peut s'exercer dans les deux mois suivant la présentation de l'accord de cession. La société, si elle prévoit dans ses statuts un droit de préemption, doit enregistrer ce droit.

Les statuts d'une société néerlandaise non cotée peuvent contenir des restrictions aux transferts d'actions. Il peut s'agir a) d'une disposition qui prévoit que l'actionnaire doit obtenir l'approbation de la cession de ses titres par un organe de la société ou encore b) une disposition instaurant un droit de préemption aux autres actionnaires.

De même, au Danemark, les statuts d'une société non cotée, peuvent prévoir une restriction de la transmissibilité des actions de la société indiquant que tout transfert d'actions sera soumis à l'approbation de la direction de l'entreprise (à savoir le conseil d'administration). Les statuts de la société peuvent également inclure un droit de préemption pour les

actionnaires de la société, en leur offrant d'acheter des actions dans un délai d'acceptation spécifique avant que les actions puissent être offertes à des tiers.

Au Royaume-Uni, les statuts des sociétés non cotées mettent souvent en avant la possibilité d'une préemption ou restreignent la possibilité offerte aux actionnaires de vendre librement leurs actions.

Dans les sociétés irlandaises non cotées, les statuts prévoient en général que les administrateurs doivent avoir un pouvoir discrétionnaire de refuser d'inscrire tout transfert d'actions. Dans les sociétés irlandaises cotées, il serait très inhabituel qu'il y ait une restriction à la libre négociabilité des actions. Toutefois, dans certaines circonstances limitées, les statuts peuvent prévoir que la Société peut restreindre le transfert d'actions si l'on croit que l'actionnaire a omis de se conformer aux obligations relatives aux déclarations d'intérêts des actions de la société.

Dans les sociétés lituaniennes non cotées, les actionnaires ont un droit de préemption pour acquérir toutes les actions offertes à la vente. Cette limitation est applicable lorsque les actions sont transférées dans le cadre du contrat de vente (et non pas en vertu d'un contrat d'échange ou d'un don).

L'actionnaire cédant doit alors se conformer à la procédure suivante:

- l'actionnaire doit présenter un avis écrit à la société de son intention de vendre des actions;
- le gestionnaire doit informer chaque actionnaire sur les actions offertes à la vente et dans les trente jours suivant la date de réception de l'avis de l'actionnaire de son intention de vendre les actions, le gestionnaire doit informer l'actionnaire de la volonté des autres actionnaires d'acheter l'ensemble des ses actions offertes à la vente;
- si la demande d'actions offertes à la vente est supérieure à leur offre, les actions seront attribuées aux actionnaires qui souhaitent acquérir des actions nouvelles au prorata du nombre d'actions possédées par eux;
- si les autres actionnaires ne souhaitent pas acquérir les actions, l'actionnaire a le droit de vendre les actions à sa discrétion, à un prix non inférieur à celui indiqué dans son avis de son intention de vendre les actions.

Dans les sociétés espagnoles non cotées, les restrictions au libre transfert des actions d'une SA ne sera valable que lorsque les actions sont nominatives et que ces restrictions sont explicitement décrites dans les statuts. Il ya principalement trois types de clauses restrictives:

- celles qui impliquent un droit de premier refus en faveur d'un ou de plusieurs actionnaires de la société ou en faveur d'un tiers, à condition que les cas dans lesquels un tel droit est applicable soient bien précisés;
- celles qui imposent une autorisation préalable de la société;
- celles qui établissent des caractéristiques spécifiques à l'acquéreur.

Lorsque rien n'est prévu par les statuts, les règles suivantes s'appliquent en matière d'agrément: (i) des transferts volontaires entre actionnaires ou au bénéfice d'un conjoint, ou d'un ascendant ou descendant ou d'une société du même groupe peuvent se faire de manière libre, (ii) l'associé voulant transférer ses actions doit informer les administrateurs et spécifier le nombre d'action en jeu ainsi que leurs caractéristiques et le bénéficiaire du transfert. Ces transferts doivent être autorisées par l'AG, (iii) les actionnaires allant à l'assemblée générale doivent avoir un droit de préemptions.

En Allemagne, une société peut choisir d'émettre des actions nominatives qui ne pourront être transférées que si la société y consent. Les conditions dans lesquelles la société peut refuser ce consentement ne sont pas clairement définies par la loi, mais le transfert de ces actions à **un concurrent** de la société peut en être la raison, ce qui montre que cette

entorse au droit des actionnaires de disposer librement de leurs titres se fonde sur la prise en compte de **l'intérêt social**.

2.2.2.2. **Obligations résultant de la propriété d'une fraction importante du capital**

En fonction de la taille de leur quote-part dans la copropriété du capital, ou de leur ambition à cet égard, certains actionnaires peuvent être soumis à des obligations particulières, tenant soit à la communication à la société et aux autres actionnaires d'informations supplémentaires (notamment sur leurs intentions) (A), soit à l'acquisition des autres actionnaires (notamment en cas de prise de contrôle) (B)

A) Obligations déclaratives

Afin de permettre aux autres détenteurs de titres de capital de se positionner sur le marché en toute connaissance de cause, les investisseurs qui acquièrent une fraction significative des actions d'une société cotée, ou qui ambitionnent de le faire, sont souvent astreints à des obligations de déclarer leurs intentions ou leurs projets.

- Déclaration d'intentions

En complément de l'obligation de déclarer le franchissement de certains seuils regardés comme particulièrement significatifs (au-dessus de 10 % du capital, sans pour autant atteindre un seuil considéré comme conférant le contrôle de l'émetteur), il peut être demandé aux actionnaires de déclarer publiquement leurs intentions vis-à-vis de la société au cours des six à douze mois qui suivent.

Ces intentions concernent plus particulièrement leur volonté de se renforcer encore au capital de la société, voire d'en prendre le contrôle, à mettre en relation avec leur souhait d'être représenté au conseil d'administration de l'émetteur dont ils sont désormais des actionnaires importants.

Un tel système se rencontre en France, où la violation de l'obligation de déclaration (ainsi que de celle d'en respecter les termes) fait l'objet du même type de sanction que pour la déclaration de franchissement de seuil, à savoir une privation de droits de vote pouvant aller jusqu'à cinq ans, sur demande du président de la société émettrice, d'un actionnaire ou de l'Autorité des marchés Financiers (AMF).

- Préparation d'une opération financière visant une société cotée

Conformément au droit de l'UE (Directive Abus de Marché), tout investisseur qui prépare pour son compte une opération financière de grande ampleur concernant une société cotée (et susceptible d'avoir un impact significatif sur le cours de bourse de ses actions) doit en informer le plus rapidement possible les investisseurs présents sur le marché, c'est-à-dire le «public».

En France, une obligation spécifique est prévue dans le cas où l'opération en cours de préparation est une offre publique d'acquisition (OPA). A cet égard, le règlement général de l'AMF dispose que, en particulier lorsque le marché des instruments financiers d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles, l'AMF peut demander aux personnes dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent, seules ou de concert, une offre publique d'acquisition, d'informer, le public de leurs intentions. Il en est ainsi, notamment, en cas de discussions entre les émetteurs concernés ou de désignation de conseils, en vue de la préparation d'une offre publique.

B) Obligation d'acquisition des minoritaires

En diverses occasions, les actionnaires majoritaires (ou «contrôlants») peuvent être soumis à l'obligation de proposer aux autres actionnaires de leur racheter leurs actions afin d'en devenir propriétaires.

- En cas de prise de contrôle

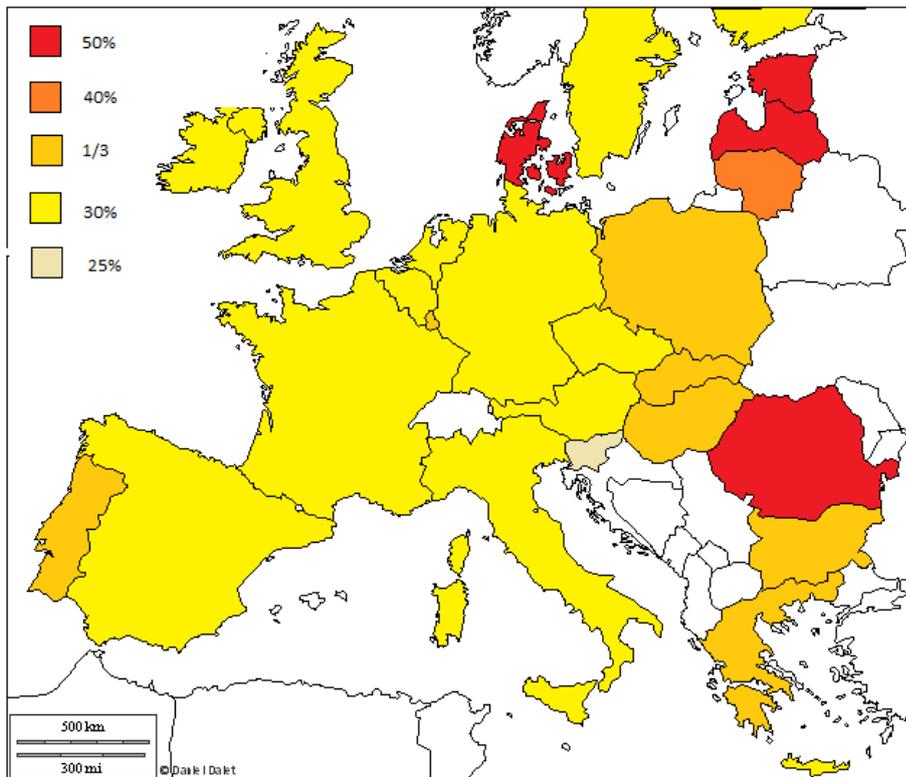
En vertu du droit des sociétés hongrois, dans le cas d'une acquisition d'une participation significative (généralement: plus de 75 %) dans une société non cotée, un membre (actionnaire) de la société contrôlée peut demander que ses actions soient rachetées par le propriétaire de la participation significative. Le droit des minoritaires peut être exercé dans un délai de soixante jours à partir de la date de leur notification de l'acquisition de la participation significative. Le propriétaire d'une participation significative doit acheter de telles actions à la valeur du cours en vigueur au moment où la demande a été présentée, cette valeur ne pouvant être inférieure à la valeur des actions représentant les capitaux propres de l'entreprise.

Au Royaume-Uni, les statuts et documents constitutifs de la société protègent généralement les actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle résultant de la cession d'un bloc majoritaire (*tag-along provision* = clause de sortie conjointe).

Il convient de rappeler que la réglementation relative au dépôt obligatoire d'une Offre Publique d'Acquisition (OPA) en cas de prise de contrôle d'une société cotée est originaire de l'UE (Directive OPA), si bien qu'on la retrouve par conséquent transposée dans la plupart des États membres de l'UE.

Pour la plupart des sociétés cotées au sein de l'UE, le seuil de 30% des droits de vote correspond au seuil d'OPA obligatoire sanctionnant une prise de contrôle, mais on peut observer que ce pourcentage varie sensiblement en fonction des pays au sein de l'UE.

Carte 2: Pourcentage des droits de vote correspondant au seuil d'OPA obligatoire au sein de l'UE



Il est intéressant de noter qu'un certain nombre d'entre eux ont prévu que l'actionnaire défaillant pouvait se voir privé d'une partie de ses droits, notamment en ce qui concerne le vote.

C'est le cas en Allemagne, mais aussi en France ou en Italie. En effet, dans le cas d'une violation des dispositions de la loi italienne relatives aux OPA obligatoires, les droits de vote attachés aux participations entières des actionnaires concernés ne peuvent être exercés. Toute résolution ou autre acte adopté, où les votes exercés en violation de l'interdiction ont été décisifs, peut être contestée en vertu de la CCI (article 110 du décret législatif n. 58/1998, la Loi unifiée dans le domaine financier ou «UFA»).

- En cas de modification substantielle de la société décidée par les majoritaires

Indépendamment d'une prise de contrôle, les actionnaires minoritaires peuvent se voir accorder le droit de se retirer du capital (aux frais des actionnaires majoritaires / contrôlants – lorsqu'ils existent) lorsque la société adopte des mesures radicales qui modifient profondément sa substance, au point d'altérer les termes implicites du pacte d'investissement consenti par les actionnaires lorsqu'ils ont décidé d'acquérir des actions.

En Espagne, la loi confère aux actionnaires minoritaires d'une SA et SL le **droit de quitter la société**, qui s'appliquent dans les cas suivants, mais uniquement dans l'hypothèse où ils n'ont pas voté en faveur de la résolution litigieuse et seulement après avoir adressé à la société un écrit dans le mois de la publication de la résolution adoptée par l'AG:

- Modification substantielle de l'**objet** de la société;
- Réactivation d'une société inactive;
- Extension de la **durée de vie** de la société;
- La création, modification d'une obligation (à moins que les statuts prévoient autre chose).
- Une fusion transfrontalière

Ce droit de quitter la société est aussi mis en place afin de protéger les actionnaires minoritaires d'une stratégie des autres actionnaires leur **distribuant des dividendes moindres**. Ce droit peut être exercé pendant 5 exercices comptables suivant l'enregistrement de la société par n'importe quel actionnaire ayant voté pour l'absence de distribution des dividendes. Ce droit n'est pas applicable aux actionnaires des sociétés cotées.

Les statuts d'une société espagnole peuvent prévoir d'autres causes permettant de quitter la société, mais les statuts doivent avoir été approuvés par tous les actionnaires.

En Lettonie, les actionnaires (minoritaires) bénéficient du droit d'exiger le rachat de leurs actions s'ils ont voté contre l'augmentation du capital social ou la réorganisation de la société décidée en AG par les actionnaires majoritaires.

- En cas de concentration excessive du capital entre les mains des majoritaires

Lorsque les actionnaires majoritaires totalisent un pourcentage très élevé du capital (au-delà de 90 %), cela signifie en pratique que le marché des actions de la société a perdu toute liquidité, si bien que de nombreuses législations nationales ont alors prévu que ces actionnaires ULTRA-majoritaires avaient l'obligation de leur proposer de racheter leurs titres pour leur procurer une telle liquidité.

Au Danemark, un actionnaire minoritaire peut exiger le rachat, si plus de 90% du capital et des droits de vote sont détenues par un actionnaire.

En Pologne, les actionnaires minoritaires de société anonyme non-cotée qui ne représentent pas plus de 5 % du capital social sont en droit d'exiger l'adoption d'une résolution sur un rachat obligatoire de leurs actions (par pas plus de cinq actionnaires détenant au total pas moins de 95 % du capital social). Si une telle résolution n'est pas adoptée, la société anonyme est tenue d'acheter des actions appartenant aux actionnaires minoritaires dans les trois mois suivant l'assemblée générale (article 4181 du Code des sociétés commerciales).

En France, le dépôt d'une offre publique de retrait (OPR) peut être imposée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) aux actionnaires majoritaires détenant plus de 95 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée, sur demande des actionnaires minoritaires, lesquels doivent toutefois démontrer qu'ils souffrent d'un manque de liquidité du marché qu'ils n'ont pas pu éviter.

2.2.2.3. Obligation de sortir du capital

Le comble pour un actionnaire – pris en sa qualité de propriétaire de titres de capital – est d'être contraint à vendre ses actions et à perdre cette qualité, ce qui peut arriver en cas de conflit ouvert entre ledit actionnaire et la société (A), en application d'une clause statutaire d'exclusion (B), mais aussi en cas de concentration extrême du capital entre les mains des majoritaires (C).

A) Différend opposant l'actionnaire à la société

Conformément au droit des sociétés hongrois, un actionnaire d'une société peut être expulsé par **décision de justice** à la suite d'une requête lancée par la société contre l'actionnaire (sur la base de la résolution des actionnaires dont l'adoption empêche l'actionnaire qui risque l'expulsion de voter).

- Cette demande ne peut être lancée que si la présence de personne en question au capital de la société nuit gravement à la réalisation de l'objectif de l'entreprise.

- Un actionnaire ne peut être expulsé d'une société, si la société n'a pas plus de deux actionnaires.
- En outre, un actionnaire détenant au moins les trois quarts des votes ne peut être expulsé. De telles règles n'existent pas pour les sociétés cotées.

En Belgique, certains actionnaires peuvent être obligés d'acheter ou de vendre leurs actions:

- un ou plusieurs actionnaires détenant un certain pourcentage du capital social ou des valeurs mobilières comportant des droits de vote, peuvent tenter une action judiciaire contre un autre actionnaire en vue de forcer celui-ci, «pour des raisons bien fondées», à leur vendre toutes ses actions et droits de souscription, d'échange ou de conversion (exclusion, art 636 CBS.);
- réciproquement un recours juridique existe pour un actionnaire contre les autres actionnaires pour forcer ces derniers à acheter les actions du premier, obligations convertibles et droits de souscription, «pour des raisons bien fondées» (retrait, l'art 642 CBS.).

En outre, l'article 636-641 du Code de Commerce (CBS) prévoit des procédures de règlement des différends qui ne s'appliquent pas aux sociétés anonymes (SA / NV) qui font publiquement appel à l'épargne (par exemple les sociétés cotées sur NYSE Euronext) et peuvent être déclenchées dans les circonstances suivantes:

- Personnes habilitées à engager la demande d'exclusion d'un actionnaire:
 - un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble des titres représentant 30 % des droits de vote attachés à la totalité des titres de la société;
 - un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble des titres représentant 20 % des droits de vote, lorsque la société a émis des titres non représentatifs du capital social;
 - un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble des actions représentant 30 % du capital de la société;
- Bien-fondé des raisons pour lancer la demande d'exclusion d'un actionnaire:
 - défaut qui a gravement et de manière irrévocable suffisamment nui à l'intérêt des entreprises;
 - abus de majorité ou de minorité;
 - désaccord grave et durable entre les actionnaires;
- Exemples de cas dans lesquels la procédure de résolution des différends peut être engagée:
 - la violation d'une clause de non-concurrence: une personne qui est actionnaire et directeur de deux entreprises concurrentes peut être exclue du capital dans l'une des deux sociétés;
 - une violation manifeste d'une convention, par exemple de l'obligation d'acheter une certaine quantité de marchandises livrées par la société;
 - le refus d'un actionnaire de voter en faveur d'une augmentation de capital, portant ainsi la société dans de graves difficultés financières;
 - la non-conformité avec l'obligation de contribution souscrite;
- Procédure d'exclusion d'un actionnaire:
 - La demande doit être soumise au Président du Tribunal de Commerce. En conséquence, la société doit être citée à comparaître.

Lorsque le défendeur est convoqué, il ne peut plus aliéner ses actions, ni établir des droits réels à l'égard de ces actions, que s'il est approuvé par le juge ou les parties à la procédure, sauf pour le droit à dividende, un juge peut ordonner de suspendre les droits attachés aux actions devant être transférées.

Le Président de la Cour évalue la légitimité des accords d'actionnaires limitant la cessibilité des actions et peut ordonner le transfert de ces conventions d'actionnaires à l'acquéreur (s).

Le Président de la Cour peut intervenir dans l'application des clauses de préemption, en déterminant le prix et la durée de l'exercice du droit de préemption; en outre, il peut refuser l'application de clauses d'agrément telles que conclues entre les actionnaires.

Le Président de la Cour condamne le défendeur à vendre ses parts au demandeur (s) dans le délai et au prix déterminés par le Président de la Cour, en général, après l'exercice des droits de préemption possibles, les actions sont transférées aux demandeurs proportionnellement à leur participation respective dans le capital social.

En outre, l'article 513 du CBS prévoit la possibilité de l'exclusion forcée des actionnaires minoritaires par l'actionnaire majoritaire:

- toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui détient 95 % des titres comportant droit de vote d'une société à la suite d'une OPA (volontaire ou obligatoire), peut forcer les actionnaires minoritaires à lui céder leurs actions;
- Dans une société à responsabilité limitée cotée (NV/SA), qui n'a pas fait publiquement appel à l'épargne, les actionnaires minoritaires ont le droit de refuser la vente de leurs actions, mais la loi sera peut-être changée à cet égard;
- Actuellement, il existe une proposition visant à modifier le seuil de 95 % à 90 % et à abolir le droit des actionnaires minoritaires de refuser la vente de leurs actions en cas de fusion par absorption par une NV/SA.

Aux Pays-Bas, deux dispositions différentes existent concernant la possibilité pour un actionnaire majoritaire d'exclure des actionnaires minoritaires.

- Une disposition générale s'applique aux sociétés cotées et non cotées. Celle-ci dispose qu'un actionnaire détenant plus de 95 % du capital peut demander à la cour d'appel d'Amsterdam d'ordonner aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions. Le juge déterminera la valeur des titres à l'aide d'un expert;
- En 2007, une autre disposition est entrée en vigueur pour les sociétés cotées uniquement. Elle donne la possibilité au soumissionnaire d'acheter les actions des actionnaires minoritaires restants dans les trois mois de son OPA. Dans ce cas aussi les majoritaires doivent détenir au moins 95 % du capital.

Le prix d'achat est présumé raisonnable lorsque l'offre publique d'achat est obligatoire ou encore lorsque le soumissionnaire a acheté au moins 90 % des titres qu'il ne détenait pas. Les minoritaires peuvent faire valoir que les circonstances ayant eu lieu après l'offre publique justifiaient un prix plus élevé.

En général, s'agissant de l'obligation susceptible d'être imposée à un actionnaire de sortir du capital, le droit des États membres fait cependant une distinction selon que la société est non cotée (auquel cas le mécanisme d'exclusion est statutaire) ou cotée (auquel cas il faut souvent y voir la transposition des dispositions du droit de l'UE (Directive OPA) relatives au retrait obligatoire *squeeze out*, voir ci-dessous).

B) Clause d'exclusion

Les deux formes de sociétés espagnoles, SL et SA, peuvent établir des causes d'exclusion dans leurs statuts (article 351 LSC). L'incorporation de ces causes dans les statuts exige le consentement de tous les actionnaires de la société. Les SL peuvent notamment décider d'exclure un actionnaire qui (i) ne se conforme pas volontairement à ses obligations statutaires (ii) ou un membre du pouvoir exécutif qui enfreint l'interdiction de concurrence (article 230.1 LSC), applicable aux membres de l'organe de direction, ou qui a été condamné à des dommages et intérêts pour avoir porté atteinte aux intérêts de la société.

Les statuts d'une société anglaise non cotée dotée d'un actionnariat fermé prévoient généralement le rachat d'une personne ayant cessé d'être employé ou membre d'un organe de direction ou de surveillance/administration.

Dans le cas d'une société polonaise, l'exclusion de l'actionnaire qui fait obstacle à l'exploitation de la société est autorisée. C'est possible sur la base du jugement du tribunal, émis à la demande de tous les autres actionnaires représentant plus de la moitié du capital social. Les actions de l'actionnaire exclu doivent être obligatoirement achetées par ceux qui restent. Les statuts peuvent prévoir que ce droit peut être exercé par moins que l'ensemble des autres actionnaires.

Le droit susmentionné ne peut être exercé qu'en cas de raisons importantes (par exemple en cas de manque de loyauté et de pratique anticoncurrentielle grâce à l'utilisation des informations confidentielles obtenues dans le cadre de la participation dans la société) (article 266 du Code des sociétés commerciales).

C) Retrait obligatoire (*squeeze out*)

Dans la plupart des États membres, le droit de déposer un retrait obligatoire, aux termes duquel les actionnaires minoritaires ont **l'obligation de céder leurs titres à un actionnaire (ultra) majoritaire**, n'est reconnu que dans les sociétés cotées, dans le cadre de la transposition de la Directive OPA.

Toutefois, certains États membres ont visiblement étendu le mécanisme du retrait obligatoire aux sociétés non cotées, le cas échéant en retenant un pourcentage différent pour la détention majoritaire.

Conformément à la Directive OPA, le pourcentage de détention justifiant le **droit d'exproprier les actionnaires minoritaires** varie entre 90 % et 95 % selon les États membres. Il convient néanmoins de noter que cette directive n'a apparemment pas été transposée en Roumanie, puisque cette dernière ne connaît pas la procédure du retrait obligatoire.

En Suède, un actionnaire détenant plus de 90 % est autorisé à racheter les actions restantes pour en détenir la totalité. Inversement, les autres actionnaires peuvent contraindre l'actionnaire majoritaire à racheter leurs actions.

Pour les sociétés estoniennes cotées, un actionnaire détenant au moins 9/10 du capital peut exclure les autres actionnaires en échange d'une compensation équitable.

Au Royaume-Uni, le rachat des minoritaires peut se faire si, au cours d'une OPA, l'offrant parvient à obtenir 90 % des actions objet de l'offre, ou des droits de vote attachés aux actions faisant l'objet de cette offre s'il s'agit d'action à droit de vote.

Si le *squeeze out* ne pouvait fonctionner, l'offrant pourrait forcer les actionnaires à vendre, par un *scheme of arrangement*, qui sera l'acceptation d'une proposition de rachat. Il est obligatoire à condition qu'il soit à la fois approuvé par une majorité en nombre représentant les trois quarts de la valeur des actionnaires votant à l'assemblée et sanctionné par le tribunal.

Dans les sociétés polonaises cotées le *squeeze out* est possible quand un actionnaire majoritaire détient au moins 90 % du capital social (article 82 de la loi relative aux offres publiques).

Deux règles principales sont établies:

- si, avant d'atteindre les 95 %, l'offre publique d'acquisition obligatoire / volontaire a été soumise et que pas plus de trois mois se sont écoulés entre la date de l'expiration de l'OPA et la présentation de la notification de *squeeze-out* de l'actionnaire, le prix de l'action peut être défini comme le prix qui a été versé au cours de l'OPA obligatoire / volontaire par son initiateur;
- comme le prix des actions établies par la personne qui acquiert des actions assurant un prix équitable.
-

En Lettonie, il est prévu que l'actionnaire d'une société cotée, qui détient 95 % du capital avec droits de vote ou a conclu des ententes, peut demander aux actionnaires restants de vendre leurs actions.

Il n'existe aucune disposition identique pour les entreprises non cotées, à l'exception des dispositions de la Loi sur les groupes de sociétés qui prévoit que dans le cas où une société a acquis directement ou indirectement 90% des actions de la société, chaque actionnaire de la société dépendante peut demander que la société dominante achète les actions détenues par cet actionnaire.

Pour toutes les sociétés, il est prévu dans le droit commercial qu'un tribunal peut expulser un actionnaire d'une société sur la base d'une action de l'entreprise, faite à l'initiative de la moitié des actionnaires, si il ou elle a, sans raison valable, manqué à ses obligations ou causé autrement un préjudice substantiel aux intérêts de la société, ou n'a pas accompli les obligations qui lui incombent, ou n'a pas fait cesser le préjudice après avoir reçu un avertissement écrit de la société.

En Allemagne, si un actionnaire détient, directement ou via des filiales, 95 % du capital social, il peut choisir d'évincer les actionnaires minoritaires. Il est alors obligé de payer une compensation adéquate. Ces règles s'appliquent aux sociétés **cotées et non cotées**.

Le droit finlandais des sociétés contient des dispositions spécifiques concernant le droit de rachat et l'obligation qu'a un actionnaire détenant plus de 9/10 des titres et des droits de vote de la société de racheter les titres des autres actionnaires à un juste prix (*squeeze-out*). Cette disposition s'applique **aussi bien aux sociétés cotées qu'aux sociétés non cotées**. Si une offre a été faite afin d'acquérir toutes les actions d'une catégorie dans le capital d'une société irlandaise cotée sur un marché réglementé et qu'elle a été réussie sur au moins 90 % des actions, l'initiateur peut acquérir les titres des actionnaires minoritaires restants, qui n'ont pas accepté l'offre. Si la société n'est pas cotée sur un marché réglementé, le seuil à partir duquel le retrait obligatoire peut être exercé sera de 80% de la valeur nominale des actions.

En Grèce, un droit de retrait obligatoire est prévu dans la loi grecque sur les **sociétés cotées et non cotées**. L'actionnaire qualifié pour exercer ce droit doit être propriétaire d'au moins 95 % du capital de la société dans le cas de sociétés non cotées et 90% des droits de vote dans le cas de sociétés cotées.

- Les sociétés grecques non cotées

Si un actionnaire détient après la constitution de la société au moins 95 % de son capital social, il peut acquérir les parts des actionnaires minoritaires, pour une contrepartie correspondant à la valeur réelle de ces actions.

Ce droit est exercé dans les cinq ans à partir du moment où l'actionnaire majoritaire a acquis le pourcentage ci-dessus.

Suite à une pétition signée par l'actionnaire majoritaire, la juridiction compétente examine les conditions de l'exercice du droit d'acquisition et en détermine la prise en compte.

L'actionnaire majoritaire dépose la contrepartie totale au sein un établissement de crédit, qui s'engage à payer les actionnaires concernés, suite à une vérification de leur droit.

L'exercice de ce droit de l'actionnaire majoritaire est nul et non avenu s'il n'est pas fait à travers une déclaration publique conforme aux exigences minimales quant au contenu tel que spécifié dans la loi.

La déclaration est publiée comme prévu dans la loi et est enregistrée au Registre des Sociétés. A partir de la date de la dernière publication ou d'enregistrement, les parts des actionnaires minoritaires passent de plein droit à l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires peuvent recueillir la compensation immédiatement.

Si les actionnaires minoritaires sont connus, la déclaration publique mentionnée ci-dessus peut être remplacée par une notification individuelle à leur disposition.

- Les sociétés grecques cotées

Le droit de retrait obligatoire peut être exercé par l'initiateur à la suite de la présentation d'une offre publique d'achat à tous les actionnaires pour la totalité des actions de la société.

L'offrant peut exercer un tel droit de retrait obligatoire et acquérir la participation restante des actionnaires qui n'ont pas accepté l'offre publique d'achat de l'offrant, à condition que l'offrant ait acquis après le lancement de l'offre publique d'achat 90% des droits de vote de la société visée.

Le droit de retrait obligatoire peut être exercée dans les trois (3) mois suivant l'expiration de la période d'acceptation de l'offre publique d'achat à condition que l'offrant ait inclus une telle intention dans la note d'information de l'offre publique d'achat.

Il est à noter que la contrepartie de l'acquisition des actions restantes de la société visée doit être du même type et d'un montant au moins égal à la contrepartie offerte dans l'offre publique d'achat, sachant que l'alternative du versement en espèces de la contrepartie doit être prévue.

En Autriche, l'exclusion des actionnaires est régie par la loi applicable à toutes les sociétés **cotées ou non** (*Gesellschafterausschlussgesetz*).

- Un actionnaire qui détient au moins 90% des actions de la société (dénommée l'actionnaire principal) peut demander l'exclusion des actionnaires minoritaires de la société. L'exclusion nécessite l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires, statuant à la majorité des suffrages exprimés, et de l'actionnaire majoritaire.
- La loi prévoit une obligation de la gestion de publier un rapport aux actionnaires sur l'exclusion, qui doit être examiné par un expert externe et par la suite par le conseil de surveillance. Les actionnaires peuvent cependant renoncer à ces rapports et contrôler par une décision unanime.
- La propriété des actions des actionnaires minoritaires est transférée automatiquement à l'actionnaire principal lors de l'inscription de la résolution de l'assemblée générale dans le registre du commerce. Les actionnaires minoritaires sont en droit de recevoir une indemnisation appropriée en espèces pour l'exclusion.
- Les statuts peuvent cependant interdire l'exclusion des actionnaires minoritaires.

- La loi contient également des dispositions spéciales pour une exclusion des actionnaires dans le cas d'une offre publique d'achat qui prévoit une procédure simplifiée.

Au Danemark, les statuts d'une société- cotée ou non - peuvent inclure des dispositions sur le rachat forcé, à condition de préciser les modalités de remboursement et les personnes ayant le droit d'exiger le rachat. Les actions détenues par un actionnaire ne peuvent être rachetées que dans leur ensemble, sauf disposition contraire des statuts.

- Tout actionnaire détenant plus de neuf dixièmes des actions d'une société ainsi que les voix correspondantes peut exiger que les autres actionnaires lui vendent leurs actions. Dans ce cas, il sera demandé aux autres actionnaires de transférer leurs actions à l'actionnaire dans le délai d'un mois.
- Les modalités de remboursement et de la base utilisée pour déterminer le prix de rachat doivent être réglées dans la demande. Il doit également être indiqué dans le cadre du rachat que dans le cas où aucun accord ne peut être atteint sur le prix de rachat, ce prix sera fixé par un expert nommé par le tribunal dans le ressort duquel se trouve le siège social de la société.
- Si le rachat est effectué dans le cadre d'une offre publique d'achat (OPA), en vertu des règles du *Securities Trading Act* danois, les règles de détermination du prix ne s'appliquent pas au rachat, à moins qu'un des actionnaires minoritaires demande que le prix soit fixé par un expert. Enfin, la demande doit inclure une déclaration par l'organisme central d'administration de la société à responsabilité limitée sur les termes généraux du rachat.
- Si une disposition sur le rachat est insérée dans les statuts de la société tandis que la société est cotée, les statuts doivent indiquer une date limite pour se prononcer sur le rachat et l'établissement d'un prix raisonnable, par exemple, le prix le plus élevé que l'actionnaire majoritaire ait payé pour les actions au cours des 6 derniers mois.

Lorsque le *squeeze out* ne résulte pas d'une procédure boursière mais d'un mécanisme propre au droit des sociétés, le retrait obligatoire est généralement décidé par l'**AG actionnaires**, qui constitue l'organe suprême de la société.

En République tchèque, les actionnaires détenant au moins 90 % du capital social de la société anonyme sont en droit de demander le conseil d'administration de convoquer une AG qui statuera sur le transfert (à leur profit) de tous les titres restants de la société³⁴.

- L'adoption de la résolution par l'assemblée générale requiert le consentement d'au moins les neuf dixièmes des votes de tous les propriétaires de titres.
- Un acte notarié est rédigé, avec une annexe comprenant le rapport de l'expert sur la valeur de la contrepartie en argent ou une autre justification de la valeur de la contrepartie.

Pour les sociétés estoniennes non cotées, une AG d'actionnaires peut à la demande d'actionnaire détenant au moins 9/10e des titres de capital, décider d'exclure un actionnaire. Pour exclure un actionnaire minoritaire, il faut une résolution adoptée par des actionnaires détenant au moins 95 % du capital. Le montant de l'indemnité doit être juste (l'indemnité doit prendre en compte la valeur des titres 10 jours avant la convocation de l'AG).

³⁴ Cette procédure de retrait obligatoire a été utilisée par UNIPETROL pour PARAMO, ou dans ArcelorMittal Ostrava comme la prise de contrôle de V a LCOVNYPLECHU (actuellement ArcelorMittal Frýdek-Místek a.s.).

3. PROPOSITIONS POUR UNE INITIATIVE EUROPÉENNE (FONDÉES SUR LES MEILLEURS PRATIQUES DES ÉTATS MEMBRES)

A partir du répertoire de l'existant à l'échelle de l'Union européenne (voir Chapitre 1.1 ci-dessus), nous avons conduit une analyse des lacunes et des disparités nuisant à l'homogénéité du droit des sociétés en Europe.

Or, il nous est apparu que la généralisation des « bonnes » pratiques (« *best practices* ») observées dans certains régimes nationaux serait de nature à améliorer l'efficacité juridique de l'ensemble.

Nous avons par conséquent tenté de dégager les grandes lignes de force qui pourraient animer la future réglementation au niveau de l'UE, au-delà de son contenu actuel ou prospectif (voir Partie I ci-dessus).

À cet égard, deux pistes principales nous ont semblé particulièrement pertinentes:

- Promouvoir le concept d'« intérêt social », sous une dénomination ou une autre³⁵, au niveau européen. Cette notion peut-être la clef pour parvenir à un équilibre garantissant un gain général de valeur pour la société ET ses actionnaires, puisqu'en jouant le rôle de « boussole », il permet d'établir une forme de proportionnalité entre les droits et les obligations des actionnaires à l'égard de la société émettrice, les premiers pouvant être exceptionnellement limités en cas de manquement aux secondes (Chapitre 3.1).
- Reconnaître (en droit des sociétés et non plus seulement en droit boursier) le phénomène vertueux d'une responsabilité solidaire qui unirait les membres d'une action de concert à l'égard du respect des devoirs auxquels ils seraient légalement tenus vis-à-vis de la société, en contrepartie de la capacité qui leur serait ouverte d'exercer des prérogatives plus étendues grâce à leur regroupement (Chapitre 3.2).
-

Il ne nous appartient évidemment pas de nous prononcer sur le type d'instruments susceptibles d'être mis en place au niveau européen pour atteindre ces objectifs, mais nous avons en revanche essayé de les décliner sous la forme de 21 préconisations concrètes.

3.1. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉRÊT SOCIAL

La plupart des États membres reconnaissent le principe selon lequel la société – en tant que personne morale – dispose d'un intérêt qui lui est propre : l'intérêt social (« *corporate benefit* »).

Ainsi, le code belge des sociétés (CBS) et le code belge de gouvernance d'entreprise applicables aux sociétés cotées contiennent plusieurs références à la notion d'« intérêt social », bien qu'**aucune définition n'en soit** fournie.

³⁵ En France, il a par exemple été assez récemment d'intérêt général de l'entreprise

En Espagne, c'est la **jurisprudence** qui a reconnu que l'organe de gestion et l'assemblée générale (AG) devaient décider en respect de l'intérêt social qui leur est supérieur. Le concept d'intérêt social n'a pas pour autant reçu de cadre juridique strict et de définition à proprement parler.

Naturellement, cet intérêt de la personne morale correspond souvent au **cumul des intérêts des actionnaires**.

Ainsi, en Bulgarie, il est précisé que les dirigeants doivent exercer leurs fonctions **dans l'intérêt de tous les actionnaires**, mais en pratique il appartient souvent au conseil d'administration de veiller à ce que la gestion de l'entreprise par les dirigeants soit conduite conformément à l'intérêt social, qui ne se confond pas nécessairement avec celui des actionnaires, même entendus dans leur globalité.

En Pologne, la nature de l'intérêt social est communément débattue. Le débat se concentre sur la question de savoir si l'intérêt devrait être identifié comme l'**intérêt économique des actionnaires** ou s'il est une **formule abstraite autonome**, non liée aux actionnaires.

- L'opinion qui prévaut dans la doctrine et la jurisprudence est que l'intérêt social est **l'intérêt de tous les groupes d'actionnaires**, en tenant compte de l'objectif commun des actionnaires (qui peut être déterminé explicitement par les statuts), qui le plus souvent est d'apporter un but lucratif.
- L'intérêt de l'entreprise n'est donc pas identifié à l'intérêt de la majorité, mais comme un **compromis**, obtenu entre les intérêts - parfois contradictoires - des actionnaires minoritaires et des actionnaires majoritaires.

Les États membres de l'UE se divisent toutefois sur la question de savoir si l'intérêt social devrait englober (au-delà des intérêts des actionnaires) les attentes de l'ensemble des autres parties prenantes à l'entreprise (approche économique), y compris celles qui sont extérieures à la société (approche juridique).

En Belgique, le sens de l'intérêt social, et plus particulièrement les personnes dont les intérêts sont couverts par la notion, sont soumis à débat doctrinal. Selon la définition choisie, l'intérêt social correspond:

- soit aux intérêts communs des **actionnaires actuels**,
- soit aux intérêts de la société comme une préoccupation de gestion et de direction, y compris l'intérêt des **actionnaires futurs**,
- soit aux intérêts de la société et **toutes ses parties prenantes**. La jurisprudence est également divisée quant à la façon d'interpréter le concept.

Cela étant dit, la majorité des auteurs belges et la jurisprudence belge tendent à adopter une **vision large**, qui se rapproche donc des concepts **d'intérêt à long terme de l'entreprise**, d'intérêt des *stakeholders*/parties prenantes, voire d'intérêt général (ordre public).

ACTIONNAIRES ACTUELS ET FUTURS

La référence du système belge aux actionnaires «actuels» mais aussi «futurs» est intéressante, car elle pourrait permettre de réconcilier les deux dimensions examinées ci-dessus (Cf Chapitre 2):

- (i) d'une part, en favorisant la prise en compte des intérêts des actionnaires à un moment donné (en tant qu'**associés** titulaires d'un droit de vote qu'ils peuvent exercer lors de la prochaine AG)
- (ii) d'autre part, en assumant l'inscription dans la durée qui correspond aux perspectives à long terme de la société émettrice, dont les titres de capital ont vocation à circuler pendant tout ce temps entre les mains de **propriétaires successifs**.

Certaines conceptions de l'intérêt social paraissent même renvoyer à la place de la société dans son **environnement financier et/ou économique**, en s'éloignant par conséquent du point de vue des seuls actionnaires.

Ainsi, en Grèce, notamment en ce qui concerne les sociétés cotées, un débat théorique fondamental s'est engagé sur la nature de l'intérêt de l'entreprise, compte tenu de la formulation du 1 de l'article 2 de la loi 3016/2002, qui prévoit que «l'effort continu visant à améliorer la valeur à long terme d'une entreprise sur le marché et la protection de l'intérêt général des entreprises est l'ultime responsabilité et le devoir des membres du conseil d'administration de chaque société cotée».

Prima facie une telle disposition apparaît introduire une distinction entre l'intérêt des entreprises et la valeur à long terme de l'entreprise sur le marché. Les juristes ont fait valoir que l'intérêt social est une notion large qui comprend la valeur à long terme du marché, sachant que les efforts de gestion en faveur de l'intérêt de l'entreprise augmenteront aussi la valeur de l'entreprise. D'autres chercheurs ont critiqué cette disposition comme étant peu claire et laissant place à l'incertitude sur la façon dont elle devrait être appliquée.

Au Royaume-Uni, les équipes dédiées à la direction de l'entreprise prennent toutes les décisions de gestion à la lumière de l'intérêt de la société (dont l'impact des décisions à long terme, les intérêts des employés, la durabilité des relations avec les tiers, la réputation...).

En Autriche, le conseil d'administration d'une société anonyme (*Aktiengesellschaft*) n'est pas lié par des instructions directes des actionnaires, mais doit gérer la société pour le bénéfice de l'entreprise (*das Wohl des Unternehmens*), en tenant compte des intérêts des actionnaires, des employés et du public. Par intérêt de l'entreprise, on entend notamment la sécurisation de l'existence et l'épanouissement de la société, ce qui signifie la réalisation des meilleurs résultats possibles opérationnels dans l'examen de l'évolution à long terme de l'entreprise. Dans la gestion au jour le jour de la société, le conseil d'administration apprécie cet intérêt social en respectant les limites fixées par la loi, au regard de l'objet social tel qu'indiqué dans les statuts, et par la prise en compte des intérêts des **parties prenantes** de l'entreprise.

En Lituanie, la mission de l'organe de gestion est précisément de **maintenir l'équilibre des intérêts** entre les différents groupes concernés (créanciers, salariés, actionnaires, etc.). En conséquence, les actionnaires ont le droit de contester les décisions adoptées par la majorité des actionnaires au cas où ces décisions vont à l'encontre des dispositions impératives de la loi, les documents constitutifs, des principes du caractère raisonnable et de bonne foi ou des **intérêts des créanciers**.

Inversement, il existe des pays où cette conception élargie de l'intérêt social n'est pas reconnue. Ainsi, en Finlande, il n'y a que l'**intérêt des actionnaires** à entrer en ligne de compte s'agissant des mécanismes régis par le droit des sociétés, la théorie des *stakeholders* ne trouvant pas à s'appliquer (excepté dans le cadre de la RSE).

En France, l'intérêt social est fréquemment **opposé** aux intérêts particuliers de telle ou telle catégorie d'actionnaires (minoritaires ou majoritaires par exemple), ce qui laisse penser qu'il résulte plutôt de leur combinaison globale (ne serait-ce que pour les transcender). Mais certaines **réglementations périphériques** (droit du travail, droit pénal des affaires, droit des procédures collectives) pratiquent une conception plus large de l'intérêt social qui peut englober l'expression de tiers (non actionnaires).

Préconisation 1: DEFINIR L'INTERET SOCIAL COMME CELUI DE LA PERSONNE MORALE

Qu'il procède du cumul des intérêts des seuls actionnaires (actuels mais aussi futurs, ce

qui permet de prendre en compte l'évolution de la société sur le long terme) ou qu'il s'étende à l'intégration des autres parties prenantes (salarié, créanciers, etc.) dans une approche plus économique de l'entreprise, l'intérêt social ne saurait se réduire à une combinaison d'intérêts particuliers, car il s'en distingue nécessairement pour devenir celui de la *personne morale* (autonome) qui doit primer sur tous les autres.

Indépendamment du périmètre exact de l'intérêt social, qui peut effectivement varier d'un pays à l'autre au gré des sensibilités ou des traditions locales, voire des objectifs particuliers de telle ou telle réglementation, il apparaît essentiel que ce concept, unifié dans la mesure du possible, ou surtout défini, puisse ainsi servir de «boussole» aux droits européens des sociétés (le cas échéant au travers d'une affirmation de la part de l'UE du principe de sa primauté) afin d'apprécier l'étendue des droits (1) et des obligations des actionnaires (2).

3.1.1. DROITS DES ACTIONNAIRES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉRÊT SOCIAL

La prise en compte de l'intérêt social – et la reconnaissance de sa primauté – ne saurait avoir pour effet de **réduire au silence** les actionnaires face à une société (personne morale représentée à l'égard des tiers par ses dirigeants) dont ils sont et demeurent les ASSOCIES, participant aux décisions collectives qui sont adoptées au sein de l'organe social suprême (AG).

A cet égard, de nombreux États membres (comme la France) reconnaissent le principe selon lequel les engagements des actionnaires ne peuvent pas être augmentés contre leur gré par la société (quel que soit l'organe social compétent).

En Pologne par exemple, la modification des statuts augmentant les avantages des actionnaires ou diminuant leurs droits personnels exige le consentement de **tous** les actionnaires concernés.

Toutefois, le prisme de l'intérêt social (entendu comme la «boussole» de l'entreprise sur le long terme) peut conduire à légitimer une certaine différenciation entre actionnaires, malgré le grand principe de l'égalité de traitement, en distinguant d'une part ceux qui se comportent en associés (**titulaires d'un droit de vote**) et d'autre part ceux qui apparaissent davantage comme des investisseurs (**propriétaires d'un instrument financier donnant accès au capital**).

Cette différenciation, entre d'une part les actionnaires dotés d'un *affectio societatis* fort, désireux de s'impliquer dans la direction ou le contrôle de la société sur le moyen-long terme, et d'autre part ceux qui se comportent davantage comme des investisseurs soucieux de maximiser leur profit à court terme, en revendant rapidement leurs actions afin de dégager une plus-value, est au cœur du fonctionnement des sociétés ayant choisi la forme sociale des commandites (p. ex sociétés en commandite par actions – SCA – en France).

Pourtant, même si ce modèle est objectivement minoritaire (voire résiduel) sur le territoire de l'UE, il n'en demeure pas moins qu'on retrouve fréquemment ces deux types d'actionnaires dans la plupart des sociétés anonymes à responsabilité limitée (sans qu'il soit besoin de leur attacher les étiquettes de «commandités» pour les premiers ou de «commanditaires» pour les seconds).

S'ils en éprouvent l'envie, ce qui suppose qu'ils désirent se comporter réellement comme des «associés», les actionnaires peuvent en effet jouer un rôle central dans la poursuite de l'intérêt social, dans la mesure où ils disposent non seulement du droit de le définir (3.1.1.1.), mais aussi du droit d'en contrôler le respect (3.1.1.2.), ainsi que celui d'en sanctionner les éventuels manquements (3.1.1.3.).

3.1.1.1. Droit de définir l'intérêt social

Compte tenu de la définition de l'intérêt social qui s'apprécie nécessairement (voire exclusivement) au vu de la somme (ou de la position en équilibre) des intérêts individuels des actionnaires, il appartient naturellement à ces derniers de définir l'intérêt social, au travers de rédaction des statuts (A), mais aussi de l'expression (renouvelée lors de chaque AG) de leur volonté collective à l'égard de la politique sociale qui est menée (B)

A) Détermination statutaire de l'objet social

En votant l'acte constitutif de la société, autrement dit ses **statuts**, et en procédant à leur éventuelle adaptation ultérieure, les actionnaires fixent le cadre juridique qui s'imposera aux dirigeants (mais aussi à l'organe de surveillance) dans leur gestion au service de l'intérêt général de la société, en particulier par la détermination statutaire des objectifs qui devront être poursuivis par l'entreprise.

Cette articulation entre d'une part la fixation d'une feuille de route par les actionnaires (réunis en AG) et d'autre part la mise en œuvre concrète de l'activité quotidienne de la société (conformément à ses propres intérêts) explique probablement les réponses divergentes que nous avons obtenues de la part de nos correspondants dans les États membres de l'UE, quant à l'identification de l'organe social compétent pour déterminer cet intérêt social.

En **Belgique**, s'agissant de la question de savoir si c'est l'assemblée des actionnaires ou le conseil d'administration qui est le gardien de l'intérêt social, le débat fait l'objet d'opinions divergentes dans la doctrine juridique:

- d'une part, toutes les décisions du conseil d'administration doivent se conformer à l'intérêt social. Lors du vote sur les décisions du conseil d'administration, les administrateurs peuvent ne pas être uniquement motivés par leur propre intérêt ou celui des actionnaires qu'ils représentent. Par conséquent, on pourrait faire valoir que le conseil d'administration définit l'intérêt de l'entreprise;
- d'autre part, bien qu'il puisse y avoir des circonstances dans lesquelles les actionnaires peuvent prendre des décisions qui sont exclusivement ou principalement mues par leurs propres intérêts, il est généralement accepté que les actionnaires doivent aussi agir dans l'intérêt de l'entreprise. Par conséquent, pour certains, on peut comprendre que l'assemblée des actionnaires est le **gardien ultime** de l'intérêt social.

Ainsi, en Estonie, c'est aux dirigeants, ainsi qu'à l'organe de surveillance (conseil d'administration), qu'il appartient de définir cet intérêt social, car selon le Code de commerce estonien, **toutes les décisions** prises par ces organes et en toutes circonstances, devront l'être en respect de cet intérêt supérieur.

De même, en Espagne, c'est l'organe de gestion qui semble le plus à même de représenter cet intérêt, compte tenu de sa **dimension économique**.

Toutefois, même lorsque le conseil d'administration détermine l'intérêt social à **sa discrétion**, comme en Pologne, l'assemblée générale des actionnaires peut influencer sur les décisions du conseil à cet égard par certaines mesures (par exemple en déterminant dans les statuts de la société dans quelle mesure toutes les actions du conseil d'administration exigent le consentement préalable des associés ou par la menace de révoquer les membres du conseil d'administration en cas de désobéissance - article 393 et 370 du code des sociétés commerciales).

Conformément aux dispositions de la loi roumaine, une société n'est autorisée à conclure des accords que dans la mesure où ces accords correspondent à son objet social. La société est en effet tenue de poursuivre la réalisation de son activité en vue de générer des profits et en

conformité avec son objet social, tel qu'indiqué dans ses statuts. Tous les actes ou les accords qui sont conclus par une société roumaine, en violation de son objet social, sont nuls et non avenue.

Au Danemark, des poursuites judiciaires peuvent être intentées par un actionnaire si une résolution adoptée par l'assemblée générale n'a pas été légalement adoptée ou est **contraire aux statuts** de la société ou à la loi danoise sur les sociétés.

- Sauf dans certaines situations particulières énumérées dans la Loi danoise sur les sociétés, les procédures judiciaires doivent être engagées au plus tard trois mois après la date de la résolution. A défaut, la résolution sera considérée comme valide.
- Si le tribunal constate que la résolution n'a pas été légalement adoptée ou est contraire à la loi danoise sur les sociétés ou aux statuts de la société, elle doit être modifiée ou annulée par une décision judiciaire.
- Toutefois, la résolution ne peut être modifiée que si une réclamation est faite à cet effet et que le tribunal est en mesure d'établir le contenu approprié de la résolution.

La décision du tribunal s'applique également aux actionnaires qui n'ont pas engagé de poursuites.

B) Validation de la politique menée par la société

A supposer même que la notion d'intérêt social puisse être définie et raisonnablement partagée au sein des actionnaires (sous le contrôle des juridictions compétentes), elle ne révèle sa pertinence qu'en étant confrontée aux situations de conflits qu'elle peut contribuer à résoudre.

Or, la principale source de conflits entre d'une part l'intérêt social et d'autre part des intérêts particuliers réside dans la nature juridique d'une société, qui est dotée d'une personnalité morale autonome, mais qui ne s'exprime et n'agit à l'égard des tiers qu'au travers de ses organes, en particulier celui qui la représente au quotidien, à savoir son dirigeant.

Dans ces conditions, le(s) dirigeant(s) d'une société concentre(nt) la majorité des critiques, dans la mesure où ils sont structurellement placés au cœur de cette situation – «naturelle» - de conflit d'intérêts, puisqu'ils sont à la fois l'interface entre la société et ses actionnaires (avec des intérêts potentiellement distincts, voire divergents) et l'incarnation de la tension qu'il peut exister entre l'intérêt de la collectivité qu'ils dirigent et leurs propres aspirations personnelles.

Cela dit, une situation comparable se présente chaque année au moment de la réunion de l'AG qui statue sur l'affectation du résultat de l'exercice passé. Le choix de distribuer les fruits de l'activité sociale entre les mains des associés constitue l'une des principales illustrations de la rencontre (potentiellement conflictuelle) entre les intérêts de la société (qui peuvent conduire à préférer la mise en réserve afin de favoriser son développement) et ceux de ses actionnaires qui espèrent un retour sur investissement en voyant dans les dividendes une sorte de rémunération du capital investi.

Ainsi en Roumanie, à la question de savoir quel était l'organe social chargé de définir l'intérêt social, il a été répondu qu'il s'agissait de l'assemblée générale des actionnaires puisque cette dernière était compétente pour fixer les principes relatifs à la société et son activité, ainsi que pour **décider le versement de dividendes**.

Chaque année, les actionnaires sont invités à (re)définir l'intérêt social à l'occasion de la tenue de l'assemblée générale ordinaire à laquelle il appartiendra d'approuver les comptes de l'exercice clos - ce qui est une manière de faire le bilan de la gestion passée de l'entreprise et d'en tirer les conséquences qui s'imposent.

Il ne faut pas oublier que dans des pays comme la France, les dirigeants sociaux remettent *de facto* leur mandat en jeu – une fois par an – puisque l'AG a la possibilité de les révoquer *ad nutum* (c'est-à-dire y compris si cette question ne figure pas expressément à l'ordre du jour, alors que ce dernier est en principe intangible).

Au final, c'est bien aux actionnaires (réunis en AG) qu'il appartiendra de «sanctionner» une inadéquation entre les résultats obtenus et la rémunération perçue par des dirigeants puisque ces derniers remettent en jeu leurs mandats chaque année.

Il est d'ailleurs à noter que cette dernière insécurité, liée à la révocabilité *ad nutum* telle qu'elle est pratiquée dans la plupart des pays de l'UE, a été relevée par le groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés comme l'un des facteurs possibles du court-termisme dont la crise a mis en lumière le caractère pernicieux.

C'est la raison pour laquelle il a été suggéré par le groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés d'autoriser les actionnaires à déroger statutairement à cette instabilité structurelle, de façon à placer les dirigeants de sociétés anonymes dans une situation plus pérenne (les incitant davantage à se préoccuper du long terme que du renouvellement de leur mandat), qui les rapprocherait de celle des gérants de sociétés en commandites par actions (SCA).

En contrepartie de cette stabilité, les dirigeants doivent toutefois être placés en situation de véritable risque juridique et supporter la responsabilité d'une mauvaise gestion. Ainsi, dans sa résolution en date du 7 juillet 2010, le Parlement européen a souligné «qu'un régime d'assurance de responsabilité civile des dirigeants et des cadres, qui couvrirait les dirigeants, les cadres et les cadres supérieurs contre des réclamations découlant de décisions ou d'actions risquées ou de négligences survenues dans le cadre de la gestion de l'entreprise ou de l'établissement, n'est **pas compatible** avec une gestion durable des risques en matière de rémunération» .

Préconisation 2: ABANDONNER LE PRINCIPE DE REVOCABILITE AD NUTUM DES DIRIGEANTS SOCIAUX

Le principe de la révocabilité *ad nutum*, tel qu'il existe – du moins théoriquement – dans de nombreux États membres, pourrait être révisé, de manière à favoriser la stabilité de la direction des entreprises, dans un souci de pérennité de la politique mise en œuvre pour servir l'intérêt social en gardant la responsabilité d'une mauvaise gestion de la part des dirigeants.

Ainsi donc, non seulement l'AG choisit les membres du conseil d'administration qui seront chargés de désigner les dirigeants sociaux et d'en surveiller l'activité au service de la société – dont les intérêts devront être l'unique «boussole» indiquant la (bonne) direction à suivre, mais c'est (également) elle qui leur donnera *quitus*.

A cet égard, on peut considérer – non sans paradoxe – que les actionnaires peuvent aussi participer à la définition de l'intérêt social en adhérant purement et simplement à la politique menée par les organes sociaux, au point de leur confier (certains diront **aveuglement**) leurs pouvoirs «en blanc» lors des AG.

Historiquement, le mécanisme des «**pouvoirs en blanc**» – par lequel le fait de retourner un pouvoir sans indication de mandataire est réputé valoir approbation des décisions du conseil d'administration (dont le président exprimera par conséquent les votes des actionnaires dans le sens voulu par le conseil) – a été «inventé» (par la jurisprudence) pour pallier le risque de

dernière à exercer leurs droits de vote en sa faveur lors de l'AG) pourrait être généralisé au sein de l'UE, afin de lutter contre l'absentéisme: non seulement les actionnaires seraient invités à s'impliquer (même si c'est en abdiquant leur liberté individuelle) plutôt que de rester «taissants», mais cela permettrait aussi à la société de neutraliser l'effet d'un vote opportuniste de la part d'opposants qui ne sont parfois actionnaires que depuis peu (et ne le resteront pas au lendemain de l'AG).

Si l'on tranche en faveur de l'opportunité d'une telle expression de l'intérêt social, alors la possibilité laissée aux actionnaires d'émettre des « pouvoirs en blanc » pourrait être jugée **légitime** et il faudrait obliger les États membres à modifier leurs législations nationales qui interdisent aux actionnaires de s'en remettre aux dirigeants sociaux pour diriger le sens de leurs votes (voir carte ci-dessus), quitte à aligner le régime des «pouvoirs en blancs» sur celui des *proxy solicitors*.

L'AG des actionnaires ressemblerait alors à une sorte de «parlement» au sein duquel certains membres choisiraient sciemment d'accorder leur pleine confiance au pouvoir exécutif, en renonçant à exprimer individuellement leur suffrage sur chaque proposition de texte, mais en adhérant globalement à son discours de politique générale (ce qui n'empêche naturellement pas ses adversaires de se mobiliser dans l'opposition, mais favorise l'émergence d'une majorité «légitimiste»).

3.1.1.2. Droit de contrôler le respect de l'intérêt social

Les actionnaires sont en situation de contrôler le respect – par les dirigeants – de l'intérêt de la société, au travers de l'examen des rémunérations perçues par les mandataires sociaux (A), mais aussi des procédures visant à neutraliser les situations de conflits d'intérêts dans lesquelles peuvent se trouver les personnes physiques qui représentent la personne morale auprès des tiers (B)

A) Validation des rémunérations

Ainsi que le soulignait la Commission dans sa recommandation 2004/913/CE, la rémunération est l'un des principaux domaines où les administrateurs «gestionnaires» (c'est-à-dire ceux qui assurent la direction exécutive de l'entreprise) peuvent avoir un conflit d'intérêts et où il faut par conséquent tenir compte des intérêts des actionnaires - pris dans leur **globalité** – autrement dit de l'intérêt social.

Concernant la structure de la politique de rémunération, la recommandation 2009/385/CE de la Commission introduit le principe de la proportionnalité de la rémunération au sein de la société, à savoir un étalonnage comparant la rémunération des dirigeants à celle des autres administrateurs exécutifs du conseil d'administration et des salariés ou cadres de la société, qui sont autant de «parties prenantes» (*stakeholders*) pouvant entrer dans la composition de l'intérêt social.

Le Parlement européen va même plus loin puisqu'il affirme dans sa résolution en date du 7 juillet 2010 que «les dirigeants ne devraient pas suivre leur intérêt financier personnel dans leur gestion des sociétés cotées», car il «estime que l'intérêt financier personnel des dirigeants, qui est lié à la part variable de leur rémunération, entre à bien des égards en **conflit avec les intérêts à long terme de l'entreprise**, notamment avec l'intérêt de ses salariés comme de ses actionnaires».

La Commission en avait déduit qu'il conviendrait que les régimes de rémunération soient soumis à des contrôles de gouvernance d'entreprise appropriés, sur la base de droits adéquats **en matière d'information**.

À cet égard, la Commission soulignait toutefois qu'il importait de respecter scrupuleusement la diversité des systèmes de gouvernance d'entreprise dans la Communauté, qui reflètent les conceptions différentes des États membres concernant le rôle des sociétés et des organes responsables de la détermination de la politique de rémunération des administrateurs et des rémunérations individuelles de ceux-ci.

- La question d'une intervention directe des actionnaires sur la rémunération

Bien que certains régulateurs (comme l'AMF en France) se soient déclarés favorables à l'autorisation du régime des rémunérations des dirigeants par l'assemblée générale des actionnaires dans les sociétés cotées, il n'en demeure pas moins que cette question relève encore aujourd'hui de la compétence exclusive des organes de surveillance (conseil d'administration ou conseil de surveillance).

Il est vrai qu'il est difficile d'évaluer l'impact qu'aurait une telle évolution si elle devait être généralisée, dans la mesure où les pays dans lesquels ce recours direct à l'expression «démocratique» est pratiqué n'apparaissent pas comme ceux dans lesquels l'augmentation des rémunérations a été la mieux maîtrisée (loin de là) dans la mesure où les actionnaires semblent se montrer plutôt «généreux».

C'est pourquoi il semble souvent préférable de confier à des spécialistes (par exemple un comité *ad hoc* composé d'administrateurs «indépendants» - au sens de «non-exécutifs») le soin de se prononcer sur ces questions (en appréciant le cas échéant certaines données confidentielles comme des références concurrentielles), quitte à en référer ultérieurement – à titre informatif – aux actionnaires.

A cet égard, les comités de rémunération auxquels fait référence la recommandation 2005/162/CE jouent un rôle important dans l'élaboration de la politique de rémunération d'une société, la prévention des conflits d'intérêts et la surveillance des pratiques des conseils d'administration ou directoires en matière de rémunération.

Afin de renforcer le rôle de ces comités, la recommandation 2009/385/CE de la Commission prévoit qu'au moins un de leurs membres devrait avoir des **compétences** dans le domaine de la rémunération.

Dans sa recommandation 2004/913/CE, la Commission estimait à cet égard que la politique de rémunération devait être soumise au vote de l'assemblée générale annuelle, mais que celui-ci pourrait être **consultatif**, de façon à ce que les droits des organes chargés des questions de rémunération ne soient pas affectés.

Il faut sans doute distinguer ici (ce que la Commission ne fait pas suffisamment) entre la rémunération des dirigeants et celle des administrateurs «non-exécutifs», qui peut être laissée entre les mains des actionnaires dont ils sont les émissaires. Le montant des jetons de présence est ainsi fréquemment fixé par l'AG ordinaire.

Le Parlement européen lui-même semble avoir suivi cette voie, puisqu'il estime, dans sa résolution du 7 juillet 2010, que «les actionnaires devraient pouvoir, le cas échéant, contribuer à la définition de politiques de rémunération viables à long terme et qu'ils pourraient par conséquent être appelés à faire connaître leur avis sur ces politiques par un vote à caractère **non contraignant** sur le rapport relatif aux rémunérations lors de l'assemblée générale de la société.»

Naturellement, il peut en aller autrement s'agissant des éléments de rémunérations qui affectent les statuts, qu'il s'agisse d'accorder aux dirigeants un accès privilégié au capital de la société (*stock options*, attribution gratuite d'actions, valeurs mobilières donnant accès au capital), ou de leur octroyer des avantages financiers particuliers (apport en industrie, droits spécifiques aux résultats).

Dans un tel cas en effet, les actionnaires doivent donner leur autorisation préalablement à la mise en place de ces procédés de rémunération, même s'ils peuvent se prononcer sur le principe sans nécessairement entrer dans le détail des allocations individuelles qui relève généralement de la compétence d'autres organes sociaux que l'assemblée générale.

Cette distinction était clairement faite dans la recommandation 2004/913/CE de la Commission, avec une mise en conformité des réglementations nationales en 2006, mais qui ne concernait que les sociétés cotées sur un marché réglementé (alors que ce critère semble parfaitement **indifférent** sur l'opportunité de faire voter les actionnaires sur cette question).

- Information sur les éléments fixes / variables

Une politique de rémunération appropriée garantit que la rémunération correspond aux performances et incite les administrateurs à assurer la viabilité à moyen et long terme de l'entreprise, ce qui ne peut naturellement que favoriser l'intérêt social.

Pour promouvoir la viabilité à long terme de la société, la recommandation 2009/385/CE de la Commission prévoit:

- un équilibre entre critères de performance à long terme et à court terme;
- un report du versement de la rémunération variable;
- une période minimale pour l'acquisition définitive des options sur actions et des actions; et
- la conservation minimale d'une partie des actions jusqu'à la fin du mandat.

En dernier recours, les sociétés devraient demander la restitution des composantes variables de la rémunération versées sur la base de données qui se révèlent par la suite manifestement erronées. Dans le même esprit, les indemnités de départ (les «*parachutes dorés*») font également l'objet de limites quantifiées et ne devraient pas être versées en cas d'échec.

Il importe en effet que l'objectif premier de ces indemnités, à savoir servir de filet de sécurité en cas de résiliation anticipée du contrat, soit respecté. À cet effet, il convient de limiter à l'avance les indemnités de fin de contrat à un certain montant ou à une certaine durée, qui, généralement, ne devrait pas dépasser deux années de rémunération annuelle (en tenant compte uniquement de la composante non variable), et de ne pas les verser si la résiliation du contrat est due à de mauvaises performances ou si un administrateur quitte la société de son propre chef.

Cela n'empêche pas que des indemnités de fin de contrat puissent être versées en cas de résiliation anticipée du contrat due à une modification de la stratégie de la société ou en cas de fusion et/ou d'acquisition de sociétés, car il apparaît que l'intérêt social peut parfaitement être préservé dans de tels cas de figure.

Afin de mieux conditionner la rémunération aux performances, lesquelles sont réputées correspondre à l'intérêt social puisque l'entreprise ne peut qu'en profiter, cette recommandation (qui ne concerne en principe que les sociétés cotées, mais dont toutes les sociétés pourraient néanmoins s'inspirer car le concept d'intérêt social est partagé) exige l'établissement d'un équilibre entre rémunération fixe et variable et subordonne l'attribution de la composante variable à des critères de performance prédéterminés et mesurables.

- Intéressement au capital

L'idée de rémunérer les dirigeants en les intéressant au capital de la société (avec pour effet corrélatif une dilution des actionnaires en cas d'émission d'actions nouvelles) présente le double avantage de représenter une économie pour l'entreprise qui n'a aucun montant en numéraire à déboursier, mais aussi d'établir un lien de proportionnalité entre le gain espéré par le dirigeant lors de la revente de ses titres et la bonne santé (financière) de la société qui se reflétera sur la valeur de marché de ses actions (surtout en cas de cotation).

On peut également espérer qu'en faisant partager aux dirigeants les risques d'investisseurs qu'encourent les autres actionnaires, les situations de conflits d'intérêts seront plus limitées.

Cela suppose néanmoins que la présence des dirigeants au capital ne soit pas que symbolique.

Il est important toutefois dans cette approche d'en éviter certaines conséquences nuisibles dont le Parlement européen a récemment reconnu la réalité en "considérant que les politiques de rémunération ont conduit à encourager des opérations visant la réalisation de profits à court terme, introduisant ainsi des modèles d'exploitation de plus en plus risqués aux dépens des salariés, des épargnants et des investisseurs, et de la croissance durable en général"³⁶.

Certaines études empiriques ont même pu montrer, de manière extrême sans doute, que l'intéressement patrimonial des dirigeants au parcours boursier de leur entreprise influençait tendanciellement leur politique de présentation des comptes, voire les incitait à en manipuler les cours³⁷.

C'est pourquoi la recommandation 2009/385/CE de la Commission avait prévu que «afin d'éviter les conflits d'intérêt, les administrateurs possédant des actions dans la société devraient être tenus de conserver une partie de leurs actions jusqu'à l'échéance de leur mandat».

Préconisation 4: OBLIGER LES DIRIGEANTS A GARDER LES ACTIONS ATTRIBUEES A TITRE DE REMUNERATION

L'intéressement en capital des dirigeants sociaux devrait répondre à une logique entrepreneuriale d'implication sur le long terme, conduisant ces derniers à partager les risques et les aléas des autres investisseurs en actions, et non pas à la facilité de les rémunérer simplement en «papier» plutôt qu'en numéraire.

Certains États membres connaissent par ailleurs des parts de fondateurs (ou autre appellation) qui confèrent des droits financiers spécifiques à leurs titulaires, sans que ces derniers aient nécessairement eu besoin de réaliser un apport en numéraire ou en nature pour les acquérir.

Le bénéfice de ces parts est en effet lié aux **qualités personnelles** de leurs détenteurs, dont la contribution à l'intérêt social est jugée déterminante et mérite pour cette raison d'être rémunéré de manière distincte de celle des autres actionnaires.

On peut aussi en voir un autre exemple avec la rémunération du gérant (le plus souvent commandité) dans une société en commandite par action. Celle-ci procède le plus souvent

³⁶ Résolution du Parlement européen du 7 juillet 2010 (2010/2009(INI))

³⁷ D. Bergstresser et T. Philippon, «CEO incentives and earnings management», Harvard Business School Finance Research Paper, 2004.

d'une commission proportionnelle aux résultats, dont les modalités sont définies dans les statuts (lesquels ne peuvent être modifiés que d'un commun accord entre toutes les catégories d'associés). En pratique, son versement suppose donc que les comptes aient été approuvés par les actionnaires (associés commanditaires).

B) Procédure des conventions réglementées

Dans la plupart des pays de l'UE, une procédure particulière visant à neutraliser les conflits d'intérêts entre la société et ses dirigeants a été mise en place afin de traiter de la situation dans laquelle une convention (autre que portant sur des opérations courantes selon des conditions normales) serait conclue – directement ou indirectement – entre la personne morale et les personnes physiques chargées de la représenter (ce qui les place en position d'être doublement signataires d'un tel accord, à la fois côté débiteur et côté créancier).

En Bulgarie, les sociétés cotées qui entrent en conflit d'intérêts dans des opérations avec leurs actionnaires ou les membres du conseil sont tenues d'obtenir l'approbation préalable des actionnaires non-intéressés. La transaction doit être faite à un prix de marché ou au prix évalué par un expert indépendant.

En France, le code de commerce (articles L 225-38 et suivants) organise la procédure s'appliquant à de telles conventions (dites «réglementées») de la manière suivante:

- Autorisation préalable de la convention par l'organe de surveillance

La signature de la convention par le représentant légal de la société (dirigeant) est subordonnée à son approbation préalable par l'organe de surveillance, dont la composition collégiale est en soi un **gage d'impartialité**, d'autant que la personne intéressée n'a pas le droit de prendre part à la prise de décision.

- Rapport des commissaires aux comptes

Le président du conseil d'administration transmet ensuite toutes les conventions ainsi autorisées aux commissaires aux comptes (CAC) de la société, afin que ces derniers présentent, sur ces conventions, un rapport spécial à l'assemblée générale (AG) des actionnaires.

- Ratification en AG

Les conventions sont en effet soumises à la prochaine AG afin d'être examinées – a posteriori – par les actionnaires. Il s'agit d'une simple ratification qui ne remet pas en cause la validité des accords sur le plan juridique.

Ainsi, il est précisé que les conventions approuvées par l'assemblée, comme celles qu'elle désapprouve, produisent leurs effets à l'égard des tiers, sauf lorsqu'elles sont annulées dans le cas de fraude.

Toutefois, même en l'absence de fraude, les conséquences, préjudiciables à la société, des conventions désapprouvées peuvent être mises à la charge de l'intéressé et, éventuellement, des autres membres du conseil d'administration.

En outre, et sans préjudice de la responsabilité de l'intéressé, les conventions réglementées qui auraient été conclues sans autorisation préalable du conseil d'administration peuvent être annulées si elles ont eu des conséquences dommageables pour la société.

L'action en nullité se prescrit par trois ans, à compter de la date de la convention (sauf si cette dernière a été dissimulée, auquel cas le point de départ du délai de la prescription est reporté au jour où elle a été révélée).

Les actionnaires conservent toutefois la haute main sur l'appréciation de la conformité de ces conventions au regard de l'intérêt social puisque la nullité peut être couverte par un vote de

l'assemblée générale intervenant sur rapport spécial des commissaires aux comptes exposant les circonstances en raison desquelles la procédure d'autorisation n'a pas été suivie.

Préconisation 5: ENCADRER PROCEDURALEMENT LES « CONVENTIONS REGLEMENTEES »

La conclusion – par un dirigeant ou un actionnaire significatif susceptible d'exercer une influence sur la société – d'une convention avec la société (en dehors du cadre des opérations courantes conclues à des conditions normales) devrait être soumise à une procédure spécifique faisant intervenir les organes sociaux collégiaux (conseil d'administration/de surveillance, mais aussi AG à titre de ratification ultérieure) de façon à s'assurer de sa conformité à l'intérêt social.

Il est à noter que la même procédure a récemment été étendue dans les sociétés cotées, aux engagements pris au bénéfice des dirigeants, soit par la société elle-même soit par une autre entité du même groupe, qui correspondraient à des éléments de rémunération, à des indemnités ou à des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de leurs fonctions, ou postérieurement à celles-ci (parachutes dorés).

Le législateur français a néanmoins interdit strictement (sans possibilité d'autorisation par l'AG des actionnaires) tous les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéficiaire ne serait pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société, manifestant là-encore la suprématie de l'intérêt social.

3.1.1.3. Droit de sanctionner un manquement à l'intérêt social

Les prérogatives des actionnaires en matière de détermination de l'intérêt social ne seraient pas complètes sans la faculté de veiller à la sanction des comportements déviants, que ces derniers se produisent sur le plan civil (faute de gestion) (A), ou qu'ils soient même pénalement répréhensibles (B)

A) Possibilité de sanctionner les fautes de gestion

Comme le rappelle notre correspondant en Italie, l'intérêt de l'entreprise est notamment défini par les actionnaires pour servir de «**boussole**» à l'organe qui exerce le pouvoir exécutif, qui est le seul responsable de la gestion de l'entreprise et la mise en œuvre de l'objet social.

En Estonie, la responsabilité personnelle (civile, administrative et/ou pénale) des membres des organes décisionnaires (surveillance/ administration et direction) peut être engagée en cas de dommage causé à la société.

En Autriche, le conseil d'administration a des devoirs fiduciaires envers la société, qui conduisent, notamment, à l'interdiction légale pour les membres de la direction d'exploiter des entreprises concurrentes, ou au respect d'obligations de confidentialité. Un manquement aux obligations fiduciaires soumettra le conseil d'administration à la responsabilité des dommages-intérêts envers la société, et peut éventuellement conduire à sa révocation.

En Grèce, il est précisé que les membres du conseil d'administration sont tenus de gérer les affaires de la société tout en tenant compte **exclusivement** de l'intérêt de l'entreprise. A cet égard, la jurisprudence renvoie de façon récurrente à la définition de l'intérêt des entreprises (à titre indicatif, Voir Nr. décision. 419/2005 de la Cour d'Athènes).

- Ainsi, les membres du CA ne verront pas leur responsabilité engagée pour manquement à leurs obligations fiduciaires envers la société s'ils peuvent prouver que leurs actions ou omissions constituent des décisions d'affaires raisonnables, prises de bonne foi, sur la base d'informations suffisantes et exclusivement dans l'intérêt des sociétés.
- Toutefois, étant donné que le concept de l'intérêt social est défini à chaque fois sur une base *ad hoc* en fonction du contexte factuel et en raison de l'absence de critères spécifiques d'analyse comparative, il est souvent difficile pour les membres du CA d'être certains que leurs actions entrent dans le cadre de l'intérêt social d'une part, et pour l'entreprise de prouver la responsabilité des membres du CA dans le cadre d'une action en justice contre ces personnes (*actio societatis*) d'autre part.

- Action sociale *ut singuli*

En Pologne, le conseil d'administration est généralement obligé de gérer les affaires de la société d'une manière qui ne nuise pas à l'entreprise (sous peine de responsabilité pénale et civile - art 296 du Code pénal, art 415 du Code civil.), ce qui conduit les membres du conseil d'administration à préférer les intérêts de la société à l'intérêt d'un des actionnaires individuels (ou même la collecte de ces intérêts).

En Belgique, les actionnaires disposent d'un recours juridique au nom et pour le compte de la société contre les administrateurs concernés (*actio mandati*), si les parties demandereses ont voté contre la décharge et si certains seuils sont atteints (article 562 CBS). Les frais de procédure doivent être payés par la partie perdante.

En Bulgarie, les actionnaires détenant au moins 10% du capital de l'entreprise peuvent déposer une plainte contre des membres du CA pour les dommages causés à la société. Si la société est cotée, les actionnaires qui détiennent au moins 5% du capital sont autorisés à agir en justice en réparation des dommages causés à la société, volontairement ou par négligence grave, par des actes ou omissions des membres du CA.

En Lituanie, tout actionnaire a le droit d'intenter une action pour obtenir réparation des dommages causés à la société par la non-exécution des fonctions du gestionnaire et / ou des membres du Conseil.

Inversement, la possibilité laissée à un actionnaire de porter plainte – à titre individuel – contre les membres de la direction ou de l'organe de surveillance devrait être strictement encadrée, car cela ne va pas nécessairement dans le sens de l'intérêt social.

Préconisation 6: RENDRE POSSIBLE L'ACTION SOCIALE *UT SINGULI*

Les actionnaires doivent pouvoir agir en justice - au nom de la société – pour demander réparation du préjudice subi par cette dernière, du fait d'un comportement fautif de ses dirigeants. En revanche, il doit être clairement indiqué que les actionnaires requérants ne sont pas les bénéficiaires directs de l'indemnisation éventuellement versée.

B) Bénéfice d'une protection pénale contre les abus

Une nette différence doit être faite entre la responsabilité du dirigeant agissant es qualités dans le cadre de ses fonctions (laquelle devrait être systématiquement bénéficiaire de la **couverture** de la société au nom et pour le compte de laquelle il agit) et la responsabilité personnelle qu'il encourt en cas de faute «lourde» c'est-à-dire manifestement insusceptible d'être rattachée à l'exercice «normal» de son mandat social.

Dans ce dernier cas, tout actionnaire devrait pouvoir engager la responsabilité du dirigeant fautif, dès lors toutefois qu'en dehors de l'hypothèse d'un préjudice individuel et distinct causé à cet actionnaire, c'est la société (dans son ensemble) qui sera regardée comme la victime des agissements du dirigeant et qui pourra prétendre à sa réparation sous la forme de dommages et intérêts.

Compte tenu des frais d'une telle action en justice (et de la difficulté que peut soulever le rassemblement des preuves), il est heureux que le droit de certains États membres (comme la France) ait eu recours à une qualification pénale pour certaines fautes susceptibles d'être commises par les dirigeants à l'égard de la société dont ils assurent la gestion, ce qui permet à la puissance publique de prendre à sa charge de tels contentieux.

- Abus de biens sociaux

En France, le délit d'abus de biens sociaux (ABS) est puni par la loi (article L. 242-6 du code de commerce) d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 EUR. Cette infraction est définie comme le fait pour des dirigeants de «faire, de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savent **contraire à l'intérêt de celle-ci**, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement».

- Abus de pouvoirs

En France toujours, le même article du code de commerce sanctionne (des mêmes peines de prison et/ou d'amende) le délit d'abus de pouvoirs (plus rarement invoqué que l'infraction «sœur» de l'ABS) qui est défini comme le fait pour un membre des organes de direction ou de surveillance de faire, de mauvaise foi, des pouvoirs qu'il possède ou des voix dont il dispose, en cette qualité, un usage qu'il savait **contraire aux intérêts de la société**, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle il est intéressé (directement ou indirectement).

- Délit d'initié

Cette présentation de la répression pénale (ou administrative) des comportements abusifs des dirigeants sociaux à l'égard des intérêts de la société ne serait pas complète si l'on n'y ajoutait pas l'infraction relative à l'exploitation d'informations privilégiées (communément dénommée «délit d'initié»), laquelle s'assimile à une sorte d'ABS (dont elle partage la plupart des éléments constitutifs) portant sur ce «bien social» particulier qu'est une information non publique, concernant une société cotée, qu'un investisseur raisonnable serait à même d'utiliser pour fonder ses décisions d'achat ou de vente d'actions de la société (Cf. définition de la Directive abus de marché).

Cette dimension pénale se justifie également au regard des **atteintes à l'ordre public** que peut représenter le comportement abusif d'un dirigeant (le cas échéant actionnaire de contrôle, voire unique) à l'égard d'une personne morale qui peut très bien ne pas trouver de défenseur en son sein et a donc besoin de la protection de l'État.

Cela traduit également la reconnaissance de la société comme **sujet de droit** à part entière, qui s'inscrit dans un environnement économique et juridique plus vaste, dont les enjeux dépassent le simple fonctionnement de ses propres organes internes.

En Estonie, les actionnaires minoritaires ont le droit de demander au tribunal d'annuler une résolution d'AG (adoptée par un vote majoritaire) lorsque celle-ci est contraire à la morale et aux bonnes mœurs.

Dans cette approche ambitieuse de l'intérêt social, qui s'inscrit dans une perspective de recherche de grands équilibres au niveau de l'économie globale des pays européens, et pas seulement dans le fonctionnement interne des entreprises locales, ce qui justifie pleinement que le droit de l'UE s'en saisisse, les actionnaires eux-mêmes doivent se soumettre au principe de sa primauté.

Préconisation 7: DONNER A LA PRIMAUTE DE L'INTERET SOCIAL UNE DIMENSION D'ORDRE PUBLIC

La primauté de l'intérêt social doit pouvoir s'imposer aux actionnaires eux-mêmes (y compris s'ils sont majoritaires ou qu'ils contrôlent la direction de l'entreprise ou que les minoritaires demeurent passifs), ce qui peut le cas échéant impliquer une intervention des pouvoirs publics, afin de parler au nom de la personne morale (sous contrôle judiciaire).

3.1.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES À LA LUMIÈRE DE L'INTÉRÊT SOCIAL

La primauté de l'intérêt social (c'est-à-dire celui de la société elle-même, en tant que **personne morale**) ne saurait conduire à ce que cette dernière (voire certaines des parties prenantes de l'entreprise) puisse se retourner CONTRE ses actionnaires en leur imposant – contre leur gré – des obligations supplémentaires allant au-delà des engagements souscrits lors de leur adhésion aux statuts.

Ainsi, au Danemark par exemple, toute résolution venant (i) modifier le principe des actions comportant des droits égaux, ou (ii) augmenter les obligations des actionnaires à l'égard de la société, nécessite **l'accord unanime** de tous les actionnaires.

Préconisation 8: NE PAS AUTORISER LA DIVERGENCE ENTRE L'INTERET SOCIAL ET CELUI DE TOUS LES ACTIONNAIRES

L'intérêt social ne doit pas résulter d'une approche théorique et désincarnée de la personne morale, divergeant significativement de celui de la totalité des actionnaires, au point que ces derniers seraient pénalisés par la société s'exprimant au travers de ses dirigeants, alors qu'ils en sont les associés disposant du droit absolu de la dissoudre.

Toutefois, la prise en compte de l'intérêt social peut néanmoins justifier ponctuellement l'application de certaines obligations à la charge des actionnaires, consistant souvent en des limitations dans l'exercice de leurs droits.

En effet, la poursuite du bien commun (lequel s'apprécie sur la durée) peut parfois légitimer une atteinte – mesurée – à la liberté individuelle, surtout lorsque les intérêts personnels de l'actionnaire entrent en conflit avec ceux de la société, qui doivent systématiquement primer.

Il faut surtout réaliser que le principal droit de l'actionnaire/associé (à savoir celui de voter) est certes un droit individuel, mais qu'il ne peut être exercé que de manière collective, au sein d'une assemblée générale (AG) dont les décisions – qui sont celles de la société dont l'AG est l'organe suprême – sont prises à la majorité (de ceux qui ont fait l'effort d'y assister ou de s'y faire représenter).

Il en résulte qu'à partir du moment où l'actionnaire accepte de «jouer le jeu» de la vie en société, il doit se préparer à en respecter les règles, au nombre desquelles figurent notamment celles qui organisent le **bon fonctionnement** des organes sociaux.

A cet égard, en dépit de sa qualification d'organe suprême (ou souverain), l'AG elle-même est tenue de respecter les domaines de compétences respectifs des différents organes participant à l'expression de la personne morale qu'est la société.

Ainsi donc, mêmes lorsqu'ils sont pris collectivement (en tant que membres de l'AG), les actionnaires doivent aussi s'incliner devant certains principes tels que **l'autonomie des organes de gestion**, car il y va (là-encore) de l'intérêt social.

En effet, une société repose à la fois sur une **hiérarchie** de ses organes et sur une **répartition des rôles** entre chacun d'eux, si bien que l'impératif de mise en conformité avec l'intérêt social s'impose à tous les niveaux, sans qu'on puisse établir un ordre de préséance au sein de la personne morale.

Préconisation 9: IMPOSER LA SEPARATION DES POUVOIRS ENTRE LES ORGANES SOCIAUX

Tous les organes (direction/surveillance/AG) d'une société concourent à la conduite de ses activités dans le respect de l'intérêt social, mais cela ne signifie pas qu'ils puissent se substituer les uns aux autres, car chacun dispose d'un domaine de compétence qui lui est propre, nonobstant la hiérarchie naturelle qui peut exister entre eux, compte tenu des règles de désignation de leurs membres respectifs.

En Pologne, il est ainsi précisé que la direction n'est liée ni par les actionnaires ni par des résolutions du Conseil de Surveillance, et **agit en toute indépendance** pour le bénéfice de l'entreprise (et non des actionnaires) (article 3571 du Code des sociétés commerciales).

Ainsi donc, non seulement tous les actionnaires (qu'ils soient majoritaires ou minoritaires) sont obligés de se soumettre au principe selon lequel l'intérêt social prime sur leurs intérêts particuliers (3.1.2.1.), mais les actionnaires minoritaires doivent en outre s'incliner devant l'intérêt de la société dont les décisions collectives sont prises à la majorité en AG (3.1.2.2.)

3.1.2.1. Obligation de respecter la primauté de l'intérêt social

L'obligation faite aux actionnaires de respecter la primauté de l'intérêt social passe à la fois par l'application d'interdictions spécifiques (notamment en matière d'emprunt à la société) (A), par la mise en place de procédure de traitement des conflits d'intérêts (B), ainsi que par la caractérisation des comportements considérés comme abusifs de leur part envers la société (C)

A) Interdictions spécifiques

Le fait pour certains actionnaires de détenir une fraction du capital d'une société peut leur interdire le bénéfice de certaines opérations avec cette société, compte tenu de la situation de conflit d'intérêts dans lesquelles ils seraient alors placés vis-à-vis d'elle.

Ainsi, en Suède, une entreprise ne peut pas **prêter ou servir de caution** à une personne qui détient des parts dans la société ou dans une société du groupe, pas plus qu'à un membre du conseil d'administration ou au DG de la société ou d'une société du groupe, au conjoint, concubin, ascendant ou descendant direct de l'une des personnes précitées, à une personne liée par mariage dans les mêmes conditions (lien direct...), ainsi qu'une personne morale subissant l'influence de l'une des personnes précitées.

En Estonie, une société ne doit **pas accorder de prêt** à l'un de ses actionnaires détenant plus de 1% du capital, pas plus qu'à un actionnaire qui a plus de 1% du capital (5% pour une société cotée) de sa société mère.

Une société estonienne ne doit pas garantir un prêt consenti par les personnes citées ci-dessus. Cela ne s'applique pas à la garantie de prêt pris par la société mère ou par un

actionnaire de la société mère si cela ne porte pas atteinte aux intérêts des créanciers de la société.

Dans les deux ans après l'enregistrement d'une société estonienne, celle-ci ne peut acquérir d'un actionnaire ou une personne ayant un «intérêt économique» un actif d'une valeur supérieure à 1/10e du capital. Ceci ne s'applique pas à l'acquisition des actifs dans le cadre d'activités commerciales.

En Grèce, les prêts ne doivent pas être accordés par la société aux **personnes qui la contrôlent** et, s'ils sont accordés, ils sont absolument **nuls et non avenues**. Cette interdiction s'applique également à l'octroi de crédit à ces personnes, de quelque manière que ce soit, ainsi qu'à l'octroi de garanties à des tiers en faveur de ces personnes.

Par dérogation à ce qui précède, l'octroi de garantie ou d'une autre sûreté en faveur des personnes ci-dessus peut être exceptionnellement autorisé, mais uniquement dans les cas suivants:

- la garantie ou la sécurité sert les **intérêts de l'entreprise**,
- la société dispose d'un recours en justice contre le débiteur principal ou la personne en faveur de laquelle la sécurité est accordée,
- il est stipulé que la garantie ou les bénéficiaires de la garantie ne seront satisfaits qu'après le paiement intégral ou le consentement de tous les créanciers dont les réclamations avaient déjà été établies au moment de la publication,
- une autorisation par l'AG a précédemment été accordée. Cette autorisation n'est pas accordée si des actionnaires représentant au moins un dixième du capital social représenté à l'assemblée [un vingtième pour une société cotée], s'oppose à la décision.

Le CA soumet à l'AG un rapport sur la réalisation de ces conditions.

En Lituanie, la loi sur les sociétés régit le **droit des actionnaires de prêter à la société**. Il est indiqué que lors de l'emprunt auprès de ses actionnaires, la société ne peut pas gager ses actifs au profit des actionnaires. Lorsque l'entreprise emprunte auprès d'un actionnaire, l'intérêt ne peut être supérieur au taux d'intérêt moyen offert par les banques commerciales de la localité où le prêteur a son lieu de résidence ou d'affaires, et à ce qui était en vigueur à la date de la conclusion de l'accord de prêt. Dans un tel cas, la société et les actionnaires doivent être interdits de négocier un taux d'intérêt plus élevé.

En Finlande, l'Assemblée ne peut pas adopter une décision conférant à un actionnaire ou une autre personne un **avantage indu**, au détriment de la société ou d'un autre actionnaire. Un actionnaire, le conseil d'administration, l'un de ses membres, ou le directeur général peut faire frapper de nullité une telle décision (révocation ou modification de la résolution) devant les tribunaux.

De même, en Suède, l'AG ne peut jamais adopter de résolution qui accorderait un avantage indu ou un tiers **au détriment de la société**. Cette règle est sanctionnée par la possibilité pour les actionnaires, l'organe de direction ou d'administration et le dirigeant (DG) d'engager des poursuites judiciaires afin d'obtenir l'annulation de la résolution litigieuse.

B) Gestion des conflits d'intérêts

Il existe plusieurs hypothèses dans lesquelles un actionnaire peut clairement se trouver en situation de conflit d'intérêts vis-à-vis de la société. C'est pourquoi il est essentiel de poser le principe de la primauté de l'intérêt social, afin de toujours savoir comment trancher de tels conflits - qui ne sont pas interdits en soi mais qui doivent être **clairement identifiés**, le cas échéant au travers d'un écrit ou d'une procédure spécifique.

En Finlande, l'actionnaire intéressé peut participer à la prise de décision concernant un accord contractuel devant être conclu avec la société.

Toutefois, il ne peut voter sur une question relative à une éventuelle action civile dirigée contre lui ou à la décharge de responsabilité qui lui serait consentie par la société.

Le droit des sociétés finlandais contient des dispositions selon lesquelles un contrat entre la société et son actionnaire unique (qui ne relève pas de l'activité normale de la société) doit être conclu avec l'accord de l'organe de direction.

De plus, selon les règles boursières (*Nasdaq OMX Helsinki Oy*) et selon l'obligation d'information continue, la convention passée entre une société cotée et l'un de ses actionnaires doit être publiée.

- Exigence de formalisme

Au Danemark, les accords conclus entre un actionnaire et la société ne sont valables que s'ils sont rédigés d'une manière qui peut ensuite être vérifiée (c'est à dire **par écrit**), sauf pour les accords conclus dans les conditions habituelles dans le cours normal des affaires.

On retrouve la même disposition en Hongrie, mais uniquement lorsqu'une entreprise à responsabilité limitée conclut un accord avec son actionnaire unique: dans un tel cas, ladite convention doit figurer dans un acte authentique ou dans un document privé qui représente une preuve concluante. Dans tous les autres cas, la compétence de l'assemblée des actionnaires est exclusive pour approuver un contrat devant être conclu entre l'entreprise et l'un de ses actionnaires.

En revanche, les dispositions législatives pertinentes du droit des sociétés hongrois énoncent que tout contrat passé entre la société et ses actionnaires doit se conformer au principe de la «**négociation d'entreprise responsable**». Cela signifie qu'une société peut conclure un contrat avec son actionnaire si elle l'aurait fait - dans les mêmes termes et conditions - avec une tierce partie indépendante. Il s'agit d'un concept similaire dans le monde des affaires anglo-saxon appelé principe d'«opération sans lien de dépendance». On le retrouve également à l'identique en Lituanie.

- Achat d'actifs importants

En Italie, l'assemblée générale ordinaire doit autoriser l'achat de biens ou de crédits auprès des fondateurs, des actionnaires ou des administrateurs de la société si la valeur de ces actifs est égale à, ou supérieure à un dixième du capital social et l'achat est effectué dans les deux ans à compter de l'immatriculation de la société au registre du commerce (article 2343-bis de la CCI).

- Le vendeur doit présenter un rapport d'expert assermenté contenant, entre autres, les critères d'évaluation, ainsi que d'une déclaration que cette valeur n'est pas inférieure à la contrepartie devant être payée par la société.
- Dans les trente jours à compter de l'autorisation, les administrateurs doivent déposer les procès-verbaux de l'assemblée des actionnaires, ainsi que le rapport d'experts, au registre des sociétés.
- En cas de violation des dispositions ci-dessus, les administrateurs et le vendeur sont solidairement responsables des dommages causés à la société, aux actionnaires et aux tiers.
- Ces dispositions ne s'appliquent pas aux achats exécutés à des conditions et dans le cours normal des affaires ou ont eu lieu dans le cadre boursier ou sous la supervision des autorités judiciaires ou administratives.

En République tchèque, si la société acquiert des actifs de l'actionnaire pour une contre-valeur au moins égale à un dixième du capital ou transfère des actifs de cette valeur à l'actionnaire, la valeur de ces actifs doit être stipulée fondée sur une évaluation d'expert désigné par le tribunal. Si l'acquisition a lieu dans les trois ans à compter de la fondation de l'entreprise, elle doit être approuvée par l'assemblée générale.

- Conventions réglementées

Aux Pays-Bas, le droit des sociétés ne prévoit pas de règles spécifiques concernant les accords conclus entre les actionnaires et la société, à la différence de ceux qui seraient conclus entre un membre du conseil de surveillance et la société. Cependant, bien que le droit des procédures collectives néerlandais ne prévoit pas de règles spécifiques concernant les accords conclus entre n'importe quelle partie et la société, il appartiendra au liquidateur dans la faillite d'évaluer si oui ou non l'exécution du contrat conclu avec un actionnaire sert les intérêts de la société. A défaut, la transaction pourra être annulée.

En Espagne, les SA et SL peuvent librement conclure un contrat avec leurs actionnaires à la condition que les intérêts de la société **prévalent** sur ceux de l'actionnaire. De plus, les termes et conditions du contrat doivent correspondre aux pratiques usuelles, c'est-à-dire que le prix doit être le prix réel du marché. La société a aussi l'obligation de dévoiler ces accords au bilan annuel.

De même, en général les accords entre la société et les actionnaires sont acceptables en vertu du droit polonais, mais il y a certaines circonstances dans lesquelles un tel accord est soumis à des restrictions ou est régi par des règles spécifiques. Tel serait le cas si l'actionnaire qui a l'intention d'exécuter un crédit, prêt, contrat de cautionnement ou tout accord similaire avec la société, est **en même temps** un membre du conseil d'administration; l'exécution d'un tel accord nécessite le consentement préalable de l'assemblée générale (article 15 du code des Sociétés de commerce). L'absence de consentement **préalable** rend l'accord caduc. C'est également le cas pour un accord ou un différend entre la société et l'un de ses actionnaires étant un membre du conseil d'administration; la société sera représentée par le Conseil de Surveillance ou un mandataire autorisé par la résolution des actionnaires (article 210 et 379 du Code des sociétés commerciales). La non-conformité entraîne l'invalidité de l'accord.

En Italie, un accord conclu entre un actionnaire et la société pourrait être considéré comme une «**transaction entre parties liées**». Par conséquent, dans un tel cas, il sera fait application du règlement «Consob» n° 17221 publié le 12 Mars 2010 qui énonce les principes auxquels les sociétés cotées italiennes doivent se conformer pour garantir la transparence et l'équité de ces opérations.

Le règlement n° 17221 exige notamment de l'organe de gestion d'une entreprise qu'il adopte des procédures internes à suivre pour l'approbation des transactions entre parties liées. L'adoption de ces procédures est soumise à l'obtention préalable d'un avis favorable d'un comité composé exclusivement d'au moins trois administrateurs indépendants. La procédure applicable doit être différente selon qu'il s'agit de transactions matérielles ou de transactions non matérielles (en fonction de seuils spécifiques).

En ce qui concerne les **transactions matérielles** entre parties liées, la procédure interne doit permettre, entre autres, l'obtention d'un avis favorable d'un comité d'administrateurs indépendants, n'étant pas des parties liées, avant chaque transaction (en ce qui concerne le système dualiste, un tel avis ne doit pas être considéré comme contraignant, en tout état de cause, dans le cas d'un avis négatif, la transaction doit être soumise à l'assemblée des actionnaires concernés afin d'obtenir une résolution non contraignante). En outre, le règlement n° 17221 oblige les entreprises à adopter des règles spécifiques pour l'approbation assemblée générale des actionnaires de la transaction, à la suite d'une opinion dissidente des administrateurs indépendants.

Dans le cas de **transactions non matérielles**, le règlement n° 17221 prévoit l'obtention d'un avis motivé et non contraignant par un comité composé par des administrateurs non exécutifs, n'étant pas des parties liées, avant chaque transaction entre parties liées, avant l'approbation par un organe compétent.

Le règlement n° 17221 énonce que les obligations de divulgation ne s'appliquent qu'aux transactions matérielles entre, notamment, une société et ses actionnaires, et seront réputées satisfaites par la publication d'un document d'information indiquant les détails de la transaction concernée.

Au Royaume-Uni, l'obligation d'obtenir l'approbation préalable des actionnaires sur toute transaction (significative) passée entre la société et une «partie liée» (*Related Party*), sans que cette dernière puisse prendre part au vote, est réservée aux plus grandes sociétés cotées (Premium), mais le FSA n'exclut pas de l'étendre à l'ensemble des sociétés cotées. Les sociétés cotées Premium (LSE) sont soumises à de nombreuses **obligations déclaratives** concernant notamment les transactions entre un actionnaire détenant ou ayant détenu au cours des douze derniers mois 10 % des droits de vote et la société (ou une filiale), du moins lorsque ces dernières ne peuvent pas être considérées comme «normales».

A cet égard, les accords favorisant une société ou un tiers extérieur aux cocontractants, seraient probablement considérés comme anormaux (lien indirect avec l'actionnaire qui tente de favoriser une société), tout comme le serait un accord qui bénéficierait à l'actionnaire (absence de contrepartie).

Cf. Préconisation 5 (ci-dessus) sur les «conventions réglementées»

C) Caractérisation des comportements abusifs

La notion d'**abus du droit de vote** est reconnue par de nombreux États membres, même si cette question est parfois traitée de manière assez vague, comme par le droit tchèque, ce dernier se bornant à indiquer que l'utilisation abusive d'une majorité ou une minorité de votes dans une société est interdit. C'est le tribunal qui déterminera en fonction des circonstances, s'il y a eu réelle **mauvaise utilisation** des droits de vote.

La loi italienne ne prévoit **pas de dispositions spécifiques** sanctionnant l'abus de droits de vote. Toutefois, selon les spécialistes et la jurisprudence, l'actionnaire doit exercer ses droits sociaux en conformité avec le **principe de bonne foi** qui gouverne les relations contractuelles. Basée sur ce principe, la loi stipule que, minoritaire ou majoritaire, si l'un des actionnaires estime que d'autres actionnaires ont exercé leurs droits de vote **uniquement dans le but** de lui causer un préjudice et que la résolution a été adoptée **en l'absence d'intérêt de la société**, l'actionnaire est en droit de contester la résolution adoptée par l'assemblée des actionnaires conformément au CCI.

Lorsque des actionnaires majoritaires d'une société danoise ont volontairement contribué à faire adopter une résolution par l'assemblée générale qui est clairement de nature à donner certains actionnaires un **avantage indu** sur les autres actionnaires ou la société, ou bien ont **abusé de l'influence** qu'ils ont sur la société ou contribué à une violation de la Loi danoise sur les sociétés ou les statuts de la société, le tribunal peut, sur demande des actionnaires représentant au moins un dixième du capital social, décider que la société sera **dissoute** si des raisons particulières existent en raison de la durée de l'abus ou d'autres circonstances. Conformément aux principes généraux du code civil estonien, si un actionnaire use son droit de vote pour profiter d'avantages pour lui ou pour un tiers **au détriment de la personne morale**, la résolution prise peut être annulée.

Dans le cas de l'abus de majorité, l'actionnaire minoritaire peut demander au tribunal d'ordonner le rachat de ses actions ou la vente de celles de l'actionnaire avantagé aux autres actionnaires à un prix raisonnable fixé à l'égard de la situation financière de l'entreprise et les circonstances de l'espèce.

Bien qu'il n'y ait pas de sanction spécifique pour l'abus de vote dans la loi espagnole, une résolution de l'AG qui causerait un **dommage à la société** au bénéfice d'un actionnaire ou d'un tiers peut être contestée par (i) les actionnaires qui ont assisté à l'AG et qui ont voté en

sens contraire de la résolution (ii) les actionnaires absents, (iii) les actionnaires privés illégalement de leur droit de vote (iv) les administrateurs.

En Pologne, certaines dispositions peuvent être interprétées comme sanctionnant l'abus du droit de vote. Le droit polonais prévoit ainsi qu'une résolution adoptée par les actionnaires peut être abrogée, lorsque cela est contraire à une «bonne pratique» et en même temps **préjudiciable à une société** ou à un actionnaire (article 249 et 422 du Code des sociétés commerciales).

- Le terme «bonne pratique» est identifié en référence au comportement d'un honnête homme (équité).
- La résolution est préjudiciable à l'intérêt de la société, par exemple lorsque les actionnaires prennent la décision (i) réduisant les actifs de la société ou (ii) menaçant l'existence de l'entreprise.
- Tel serait le cas d'une résolution relative au paiement du dividende en dépit du fait que la société n'avait pas suffisamment de fonds et qu'une telle décision n'est pas justifiée.

À la lumière de ce qui précède, en dépit du fait que la résolution ait été adoptée en conformité avec les procédures légales par la majorité des actionnaires, cette résolution peut être **abrogée** car elle peut constituer l'abus du droit de vote.

Toutefois, la sanction d'un abus du droit de vote ne porte pas forcément sur la validité de la résolution adoptée.

Ainsi, en Roumanie, les actionnaires doivent exercer de **bonne foi** leurs droits, au regard des droits et **intérêts légitimes de l'entreprise** et des autres actionnaires (Article 1361 de la Loi 31).

- La loi 31 ne prévoit pas de sanction spécifique en cas d'abus, mais un actionnaire peut agir en justice au cas où une décision des actionnaires ne serait pas conforme à cette disposition légale.
- Le tribunal judiciaire compétent peut annuler la décision et se prononcer sur la **responsabilité** de manière délictuelle ou contractuelle en cas de dommages à la société ou si l'actionnaire en fait la demande.

En Irlande, les actionnaires de contrôle n'ont pas le devoir d'agir par altruisme envers la société ou les autres actionnaires, mais lorsqu'un actionnaire exerce un contrôle sur les affaires de la société, il doit aux autres actionnaires l'obligation de ne pas exercer un contrôle sur la société d'une manière qui pourrait opprimer ou ne pas tenir compte des intérêts des autres actionnaires (**contrôle sain**).

En Grèce par exemple, une décision de l'AG peut être annulée si elle a été prise grâce à un abus de majorité, dans les conditions prévues à l'article 281 du Code civil grec, qui prévoit que « l'exercice d'un droit est prohibé, s'il excède manifestement les limites de la bonne foi ou la morale ou de la finalité sociale ou économique de ce droit ».

Cette décision peut faire l'objet d'annulation sur le fondement d'une plainte déposée par un membre du CA ou par les actionnaires représentant au moins 2 % du capital social, dans les trois mois à compter de la présentation des procès-verbaux pertinents à l'autorité compétente, ou si une telle décision est soumise à la publicité de son enregistrement, au Registre des sociétés.

Les actionnaires qui ne détiennent pas le pourcentage requis de la part mentionné ci-dessus, peuvent demander la restitution des dommages qu'ils ont subi en raison du fait que la décision en question a été prise par l'abus des droits de vote de la majorité ou pour d'autres motifs pour une telle réclamation, tel que prévu dans la loi.

L'abus peut aussi bien concerner l'exercice d'un vote majoritaire que l'attitude négative d'actionnaires minoritaires jouissant par exemple d'une minorité de blocage qui empêche la société de procéder à une opération intéressante.

A titre d'exemple, le droit des sociétés tchèque **interdit l'abus de majorité ainsi que l'abus de minorité**. En cas d'abus, le tribunal peut décider, en fonction des circonstances, la nullité de la résolution de l'assemblée générale ou de l'acte.

En Belgique, on distingue l'abus du droit de vote commis par l'actionnaire majoritaire (s) et celui commis par l'actionnaire minoritaire(s):

- Abus de majorité
 - contrôle *ex ante* par le tribunal en cas de menace grave d'abus de majorité: suspension de la convocation de l'assemblée générale, désignation d'un administrateur *ad hoc* ou interdiction aux actionnaires majoritaires à voter d'une manière spécifique;
 - violation de l'intérêt social par la majorité: suspension ou annulation de la décision des actionnaires demandée à la cour par toute partie intéressée, à condition que la partie requérante n'ait pas voté en faveur de la décision ou approuvé par la suite, à moins que son consentement a été vicié.
- Abus de minorité:
 - contrôle *ex ante* par le tribunal en cas de menace grave de l'abus de minorité;
 - droit de la société ou les actionnaires majoritaires de demander des **dommages-intérêts** devant le tribunal en cas de préjudice distinct et personnel.

D'autres droits à un recours juridique pour les actionnaires minoritaires font l'objet d'un débat dans la doctrine juridique belge.

Préconisation 10: INTERDIRE LES ABUS DE MAJORITE OU DE MINORITE

Les abus de majorité ou de minorité, dont le point commun est de porter atteinte à l'intérêt social, sont susceptibles d'être commis par des actionnaires poursuivant leurs intérêts propres, au détriment de celui de la société, et doivent par conséquent être prohibés ou sanctionnés.

3.1.2.2. Obligation de se soumettre à la règle de la majorité

Les actionnaires minoritaires ne peuvent pas tirer argument du principe général de l'égalité de traitement des actionnaires pour refuser de se soumettre au verdict des décisions prises en AG en conformité avec l'intérêt social (A), et peuvent même s'exposer à des sanctions en cas d'abus d'une minorité de blocage qui contreviendrait à l'intérêt social (B)

A) Le principe d'égalité de traitement ne fait pas obstacle à ce que les décisions prises à la majorité s'imposent aux actionnaires minoritaires

Le fonctionnement institutionnel des sociétés par actions repose sur l'adoption des décisions d'AG à la majorité des actionnaires présents ou représentés.

Ainsi, à titre d'exemple, le système juridique italien applique le **principe de la majorité** plutôt que le consentement individuel de tous les actionnaires d'une société. En conséquence, si les décisions de l'assemblée des actionnaires sont adoptées en conformité avec la loi et les statuts, elles lient tous les actionnaires de la société concernée, même s'ils ont voté contre ou étaient absents.

Il en résulte que le vote majoritaire s'impose à tous les actionnaires minoritaires, y compris lorsque l'objet du vote est de faire disparaître la société elle-même qui peut être absorbée par une autre, avec pour résultat que les actionnaires se retrouveront propriétaires d'actions différentes de celles qu'ils avaient acquises.

Parfois, la loi peut cependant prévoir des majorités plus élevées afin de protéger les minoritaires.

C'est le cas en Espagne dans les hypothèses suivantes:

- Dans une SA et SL, l'augmentation de capital est permise par l'accroissement de la valeur de l'action. L'augmentation de capital doit alors être votée par les actionnaires à l'unanimité, à moins qu'elle ne soit couverte par les profits ou réserves figurant au bilan
- Concernant les décisions importantes comme la suppression ou limitation des droits préférentiels de souscription, la transformation de la société, la fusion, le transfert d'actif de la société ou le transfert de siège, dans ces cas ces résolutions doivent être adoptées par les actionnaires détenant au moins les 2/3 du capital.
- Dans les SA, les résolutions adoptant des augmentations de capital, ainsi que des modifications des statuts, la suppression ou limitation des droits de préemption, les transformations, fusions, transfert d'actif, transfert de siège, doivent être adoptées par au moins la moitié des actionnaires présents (1ere session) ou par au moins 25% des actionnaires présents (2nde session).

Dans de nombreux États membres de l'UE, les décisions les plus importantes, notamment celles qui sont susceptibles de modifier les statuts – c'est-à-dire la **charte constitutive de la société** (à l'aune de laquelle s'apprécie donc l'intérêt social) – requièrent une majorité qualifiée pour être adoptées par l'assemblée générale, ce qui laisse aux actionnaires minoritaires la faculté de se grouper pour y faire obstacle.

Ainsi, pour les décisions les plus importantes, la législation polonaise exige la majorité qualifiée des voix. Cela permet à la minorité de bloquer l'adoption des résolutions qui peuvent être contraires à leur intérêt. Parmi ces questions on trouve (article 246 et 415 du Code des sociétés commerciales): (i) la modification des statuts, (ii) la vente de l'entreprise (ce qui nécessite la majorité des trois quarts pour une société par actions),

Dans les sociétés anonymes autrichiennes, il y a certains droits de veto et différentes exigences de **majorité qualifiée** pour certaines décisions ou activités, comme par exemple les modifications des statuts, certaines fusions ou scissions, le retrait (révocation) de membres du conseil de surveillance, les augmentations de capital, etc..

Au Danemark, les résolutions proposées ci-dessous **modifiant les statuts** doivent être adoptées par au moins les neuf dixièmes des votes exprimés ainsi qu'au moins les neuf dixièmes du capital social représenté à l'assemblée générale:

- Résolutions visant à réduire les droits des actionnaires de recevoir des dividendes ou la distribution des actifs de l'entreprise.
- Résolutions visant à limiter la transférabilité des actions ou augmenter les restrictions existantes.
- Résolutions permettant d'exiger des actionnaires de racheter leurs actions à des conditions égales, à l'exception de la dissolution de la société ou en cas de rachat, conformément à la Loi danoise sur les sociétés.
- Résolutions par lesquelles le droit des actionnaires d'exercer leurs droits de vote est limité à une partie spécifique des droits de vote ou du capital votant.
- Résolutions visant à permettre que l'AG se déroule dans une autre langue que le danois, suédois, norvégien ou en anglais, sans fournir pour la traduction simultanée vers et à partir du Danois pour tous les participants.

En Estonie, si les actionnaires minoritaires réunissent plus de 25 % des voix, il leur est possible de s'opposer à la suppression du droit préférentiel de souscription lors d'une augmentation de capital, et avec plus d'un tiers des voix, ils peuvent poser un veto à la modification des statuts, à la fusion, scission ou transformation de la société ou le retrait prématuré d'un membre du conseil de surveillance.

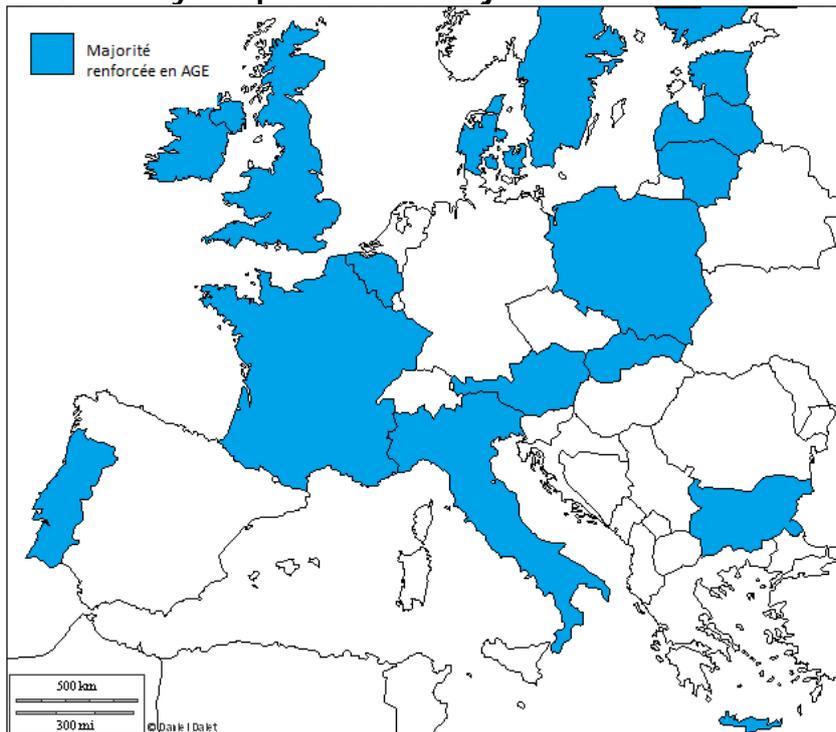
B) Sanction des abus de minorité (minorité de blocage)

La question d'un éventuel abus de minorité ne se pose que dans les sociétés dont certaines décisions sont prises en assemblée générale à la **majorité renforcée** des actionnaires présents ou représentés (Voir carte ci-dessous), car cela permet aux actionnaires minoritaires de s'opposer à la prise de décision dès lors qu'ils disposent d'une **minorité de blocage**.

En France, pour que l'opposition manifestée par les actionnaires minoritaires qui ont exercé leur droit de veto soit considérée comme abusive, il convient que les conditions suivantes soient réunies:

- L'attitude adoptée par la minorité est **contraire à l'intérêt social** car elle interdit la réalisation d'une opération essentielle pour la société;
- La démarche suivie l'a été dans l'unique dessein de favoriser les intérêts des minoritaires, **au détriment des autres associés**.

Carte 5: Pays requérant une majorité renforcée en AGE



Source : JeantetAssociés

Dans ces pays, la sanction d'un abus de minorité ne peut pas être la nullité de la résolution adoptée puisque – par définition – le veto des actionnaires minoritaires a empêché l'AG de prendre une décision.

En revanche, l'usage abusif d'un tel veto peut exposer ses détenteurs à des poursuites de la part de la société et/ou des actionnaires majoritaires demandant à être indemnisés du préjudice subi (perte de chance).

Exceptionnellement, un mandataire ad hoc peut être désigné en justice pour permettre à l'AG de statuer malgré l'opposition des actionnaires minoritaires et à la société de passer outre, notamment si sa survie est menacée.

Cf. Préconisation 10 (ci-dessus) sur les abus susceptibles d'être commis par les actionnaires à l'égard de la société.

PRECONISATION GENERALE CONCERNANT LA NOTION DE L'INTERET SOCIAL

- Compte tenu de la nécessaire cohabitation, au sein de l'entreprise, d'intérêts divergents (actionnaires, dirigeants, salariés, etc.), il convient de déterminer le juste équilibre entre les droits et les obligations des actionnaires vis-à-vis de la société.
- À cet égard, il est indispensable que la référence ultime, communément partagée au sein de l'UE, soit la primauté de l'intérêt social, entendu comme celui de la personne morale, qui *transcende* l'addition des intérêts des différentes parties prenantes (*stakeholders*), y compris ceux des actionnaires.

...ET RECOMMANDATION COMPLEMENTAIRE

Par souci de cohérence, si le principe de primauté de l'intérêt social devait être adopté et reconnu par le droit européen des sociétés, il serait logique de modifier – ou d'infléchir – certaines règles du droit de l'UE ayant trait, soit à certaines catégories d'actionnaires (tels que les investisseurs institutionnels), soit à certaines circonstances affectant les sociétés (par exemples lorsqu'elles sont la cible d'une OPA hostile).

Dérogation aux principes gouvernant l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers

En principe, les gestionnaires de portefeuille (constituant une profession réglementée placée sous la tutelle des régulateurs nationaux qui veillent également à la conformité des comportements vis-à-vis de l'impératif de l'intégrité du marché) ont pour règle de systématiquement privilégier les intérêts de leurs mandants, voire des porteurs de parts pour les fonds d'investissements dont ils assurent la gestion.

Or, la reconnaissance de la primauté de l'intérêt social (c'est-à-dire celui de la collectivité émettrice des actions composant le portefeuille géré) pourrait conduire à autoriser les gestionnaires à déroger exceptionnellement à cette règle lorsque les intérêts individuels de leurs mandants/clients risqueraient d'entrer en conflit avec cet intérêt supérieur.

On peut y voir le gage que les enjeux économiques à long terme l'emporteront sur des considérations plus court-termistes liées à la perspective de dégager immédiatement des plus-values financières.

Possibilité de se défendre contre une OPA hostile

Aujourd'hui, la marge de manœuvre dont disposent les organes sociaux d'une société cotée faisant l'objet d'une OPA jugée hostile pour la défendre contre une telle opération initiée par un tiers qui peut être un investisseur en quête de placement fructueux (avec l'idée de démanteler l'entreprise pour son plus grand profit financier) ou un rival dont les activités font doublon avec celles de la cible (et qui cherche à se débarrasser d'un concurrent) – mais qui n'est pas forcément un actionnaire significatif lors du dépôt de son projet, n'est pas très importante.

En effet, la Directive OPA a laissé le choix aux États membres de transposer (ou pas) les articles 9 (interdiction faite au conseil d'administration de prendre la moindre initiative

pour faire échouer l'offre, autre que la recherche d'un «chevalier blanc» c'est-à-dire un tiers susceptible de déposer une contre-offre) et 11 (interdiction faite aux actionnaires d'organiser une défense efficace au travers des statuts ou d'un pacte), sous réserve d'une clause de réciprocité dont l'application est redoutablement complexe.

Il en résulte non seulement une grande disparité de situations au sein de l'UE, mais aussi et surtout que la priorité semble avoir été donnée sur une approche purement financière de la société, traitée comme une simple marchandise soumise au bon vouloir des acteurs du marché boursier, alors que c'est l'intérêt social, gage de croissance sur le long terme pour l'entreprise, qui devrait s'imposer comme le critère de référence ultime.

3.2. DROITS ET OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT

Il est communément admis que la **coopération entre actionnaires** est l'un des axes dont l'UE devrait encourager le développement.

Pour autant, certaines expériences nationales décevantes, comme la création d'une plateforme internet officielle en Allemagne (forum d'actionnaires, article 127a de la loi sur les sociétés) montrent qu'il faut peut-être aller au-delà de la simple mise à disposition de moyens techniques.

C'est pourquoi, l'idée consistant à promouvoir l'émergence d'une véritable **«action concertée»** entre actionnaires, avec des droits et des obligations qui y seraient attachés, s'est progressivement imposée (cf. rapport du groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés).

Dans le cadre de la présente étude, les termes «action de concert» ou «action concertée» seront indifféremment utilisés pour désigner tout type de regroupement volontaire entre actionnaires, y compris ceux qui interviennent de manière exclusivement ponctuelle pour être en situation d'exercer des *droits* et ne s'inscrivent donc pas dans une perspective de durée minimale, alors que cette dernière dimension est souvent indispensable lorsqu'il s'agit de faire peser des *obligations* sur des concertistes.

A l'instar de l'ancien article L. 233-10 du code de commerce français, la qualification d'action de concert désignerait alors (de façon quasiment tautologique car il s'agit tout simplement d'**agir «ensemble» en tant qu'actionnaires**) la situation dans laquelle se trouvent des «personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société».

On pourrait même ajouter (toujours en s'inspirant de la France, dont la législation présente l'avantage de ne pas être dédiée aux sociétés cotées), qu'un tel accord est présumé exister dans un certain nombre de cas de figure: (i) entre une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants, (ii) entre les sociétés d'un même «groupe» liées entre elles par des relations de contrôle, (iii) entre les différents acteurs d'une fiducie (trust).

La législation belge définit le terme «personnes agissant de concert» comme:

- les personnes physiques ou morales qui ont conclu un accord pour adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable de la société en question;
- les personnes physiques ou morales qui ont conclu un accord visant à détenir, acquérir ou céder des titres auxquels des droits de vote sont attachés;
- les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec le offrant, avec la société visée par une offre publique d'achat, ou avec d'autres personnes sur la base d'un accord explicite ou implicite, verbal ou écrit, d'acquérir ou de conserver le contrôle de la société cible ou pour empêcher le succès d'une offre publique d'achat.

En vertu des règles des marchés de capitaux hongrois concernant les sociétés cotées en bourse, le terme «personnes agissant de concert» est défini comme les personnes physiques ou morales qui coopèrent sur la base d'un accord visant soit à l'acquisition d'une participation dans le capital de la société visée ou l'acquisition du contrôle de la société visée ou à faire échouer une offre.

Au vu de ce dernier exemple, il apparaît que l'un des principaux obstacles à l'adoption de cette approche au sein des sociétés cotées réside toutefois dans l'existence de contraintes réglementaires liées à la prise en compte de l'action de concert dans le franchissement des seuils conduisant au dépôt d'une **OPA obligatoire**.

A titre d'exemple, le droit des sociétés finlandais ne prévoit pas de dispositions relatives aux actions de concert en dehors de la loi sur les marchés financiers qui contient des dispositions concernant les actionnaires agissant de concert notamment en ce qui concerne l'obligation de lancer une OPA. Les règles concernant cette obligation de procéder à une OPA ne concernent cependant que les sociétés cotées.

Il conviendrait donc de lever cette difficulté en limitant strictement les cas d'OPA obligatoire aux hypothèses dans lesquelles l'objectif poursuivi par les actionnaires concertistes est la prise du contrôle de la société émettrice. Au demeurant, cette limitation apparaît cohérente avec l'esprit dans lequel a été rédigée la directive OPA, qui relie l'obligation de déposer une OPA au **changement de contrôle** et non pas à la formation d'un contre-pouvoir composé d'actionnaires minoritaires.

Préconisation 11: FAIRE SORTIR L'ACTION DE CONCERT DU CONTEXTE PUREMENT BOURSIER

Il convient de parvenir à déconnecter la prise en compte d'une action de concert entre actionnaires de ses conséquences proprement boursières, dans les sociétés cotées (franchissement de seuils, OPA obligatoires), pour faire rayonner cette notion dans l'ensemble du droit des sociétés au sein de l'UE.

Il s'agirait en quelque sorte d'étendre à l'intégralité du droit «commun» des sociétés (cotées et non-cotées) les principes du droit boursier européen qui régissent d'ores et déjà les droits (1) et obligations des actionnaires (2) en tenant compte de leurs regroupements volontaires.

3.2.1. DROITS DES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT

Le droit de l'UE reconnaît dès à présent l'attribution de droits aux actionnaires qui agissent de concert, même si c'est essentiellement dans le domaine boursier pour autoriser les offres de fermeture (offres publiques de retrait), voire l'expropriation des (ultra) minoritaires.

Ainsi, en Pologne, il n'y a pas de prise en compte spécifique des droits des actionnaires agissant de concert, sauf en ce qui concerne les sociétés cotées, puisqu'en cas d'accord de concert entre les actionnaires, si leur participation totale dépasse 90 %, ceux-ci ont le droit de racheter des actions des actionnaires restants dans l'entreprise (article 82 de la loi sur les offres publiques).

Néanmoins, s'agissant de la possibilité qui serait laissée aux actionnaires de se regrouper afin de se mettre en situation d'exercer leurs droits de manière plus efficace, il ne s'agit pas d'une idée neuve au sein de l'UE, dont de nombreux États membres reconnaissent d'ores et déjà ce phénomène, en particulier dans les sociétés cotées dont l'actionnariat est tellement dispersé que les actionnaires individuels doivent nécessairement s'associer pour faire entendre leur voix.

Ce n'est pas par hasard que la Directive 2007/36/CE a encouragé le développement des pratiques de sollicitation active des pouvoirs (mandats de vote) dans ce type de sociétés.

En Belgique, la **sollicitation publique de procurations** est possible sous certaines conditions (article 549 CBS):

- la procuration ne peut couvrir qu'une assemblée générale, ou des assemblées ultérieures avec le même ordre du jour;
- la procuration est révocable;
- le formulaire de procuration contient les informations telles que mentionnées sous (1) ci-dessus, ainsi que la description et la justification des objectifs du mandataire (un mandataire ne déroge pas aux instructions de l'actionnaire, sauf dans des circonstances particulières);

- si le solliciteur(-ant) de procuration est une société à responsabilité limitée qui fait publiquement appel à l'épargne, l'autorité de surveillance financière doit recevoir une copie de la demande trois jours avant la divulgation;

En outre, le mandataire est tenu de suivre les instructions de l'actionnaire, sauf dans des circonstances exceptionnelles. S'il ne le fait pas, il est responsable. Les instructions doivent être stockées pendant un an.

En Espagne, une demande publique de représentation (à partir de trois actionnaires) fait l'objet en général d'une publicité. La procuration est alors attachée à l'ordre du jour, et contient des instructions sur la nature du sens dans lequel le vote sera émis en l'absence d'instructions précises du mandant (les restrictions ne s'appliquent pas dans le cas où il s'agit d'un mandat général public ou du conjoint de l'actionnaire donnant procuration).

Préconisation 12: NUANCER LES DEGRES DE RESPONSABILITE PESANT SUR LES CONCERTISTES

L'action de concert est un concept protéiforme susceptible de recouvrir des situations très diverses, allant de la simple collaboration ponctuelle à la formation d'une alliance durable entre actionnaires. En fonction de la portée des engagements souscrits par ses membres, leur responsabilité peut varier dans des proportions importantes. Une plus grande uniformisation de la notion serait donc recommandée.

Au-delà de la simple **collecte de pouvoirs** effectuée par des professionnels du conseil en gouvernement d'entreprise, la sollicitation active des mandats de vote peut également être l'une des voies utilisées par un actionnaire cherchant à s'affirmer comme le «chef d'orchestre» à la tête d'une action de concert réunissant des actionnaires partageant les mêmes intérêts, à plus ou moins long terme.

Sans nécessairement aller aussi loin, des actionnaires minoritaires peuvent simplement s'allier – le cas échéant de manière très temporaire – afin d'atteindre ensemble les seuils à partir desquels les détenteurs d'une partie significative du capital sont considérés comme «légitimes» à disposer de certains droits d'associés.

La mise en concert peut répondre à la volonté de certains actionnaires d'être reconnus en tant que tels malgré la faiblesse de leur participation individuelle au capital social (3.2.1.1.), de se regrouper pour mieux faire face aux dirigeants sociaux (3.2.1.2.), ou encore pour constituer un véritable «noyau dur» au sein de la société (3.2.1.3.).

3.2.1.1. Droit d'être collectivement reconnu comme associés, en dépit d'une faible détention individuelle

Le regroupement d'actionnaires, qu'il prenne ou non la forme d'une véritable «action de concert» structurée, permet notamment aux actionnaires minoritaires d'avoir accès à certains droits d'associés qui nécessitent l'atteinte d'un seuil en capital (A), mais cela permet aussi d'identifier les différentes composantes de l'actionnariat afin de leur accorder un droit d'expression proportionnel à leur niveau de représentativité (B).

A) Se regrouper pour atteindre un seuil minimal conférant certains droits d'associés

Dans la plupart des États membres de l'UE, il est nécessaire de réunir – le cas échéant à plusieurs – une fraction minimale du capital pour pouvoir exercer certains droits d'associés, tels que celui de (i) demander l'inscription d'une résolution à l'ordre du jour de l'AG, de (ii)

demander en référé une expertise de gestion, de (iii) solliciter en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer une AG, voire de (iv) tenter une action sociale en responsabilité contre les dirigeants.

En France par exemple, il est possible pour des actionnaires minoritaires de se regrouper (le cas échéant au sein d'une association) afin d'atteindre le seuil de 5% du capital (ce pourcentage est dégressif en fonction de la capitalisation boursière) qui leur permet d'exercer l'ensemble des droits susvisés.

L'importance du pourcentage minimal exigé peut également varier en fonction de la cotation de la société ou de l'importance de son capital social.

Ainsi, en République tchèque, le ou les actionnaires qui détiennent des actions avec une valeur nominale totale au moins égale à 3 % du capital social d'une société dont le capital social est supérieur à 100 000 000 CZK, et un actionnaire ou les actionnaires qui détiennent des actions avec une valeur nominale globale égale à au moins 5 % du capital social d'une société qui a un capital social de 100 000 000 CZK ou moins, peuvent demander au conseil d'administration de convoquer une assemblée générale extraordinaire pour discuter de questions proposées.

En Estonie, les actionnaires minoritaires détenant au moins 1/10e du capital (dans le cas des sociétés cotées il s'agit de 1/20e du capital) peuvent exiger (i) un audit de la société afin que l'auditeur se prononce sur la gestion et la situation financière de l'entreprise, (ii) l'exclusion d'un membre du conseil de surveillance ou celle d'un auditeur, (iii) de convoquer une AGE et de déterminer l'ordre du jour, ainsi que (iv) le procès verbal d'AG soit notarié.

Parfois, notamment en ce qui concerne l'inscription de points à l'ordre du jour, le pourcentage de capital minimal qui est requis pour pouvoir exercer les droits d'associés peut être relativement faible, ce qui est de nature à rendre inutile le regroupement de plusieurs actionnaires, mais il peut rester intéressant de mobiliser un nombre important d'actionnaires pour montrer que le sujet est pertinent.

Ainsi aux Pays-Bas, dans les sociétés cotées et non cotées, un actionnaire détenant plus de **1 %** du capital peut mettre un sujet à l'ordre du jour. Pour convoquer une assemblée générale, un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 1/10 du capital (les statuts peuvent prévoir une détention plus ou moins importante) peuvent y être autorisés par une décision du juge.

En Belgique, dans des sociétés anonymes cotées, un ou plusieurs actionnaires représentant ensemble au moins **3 %** du capital social, peuvent inscrire des points à l'ordre du jour, y compris en ce qui concerne des propositions de modification statutaire (article 533 *bis* CBS).

On peut estimer qu'il est particulièrement important pour les actionnaires de pouvoir se regrouper afin d'obtenir le pourcentage minimum qui permet d'exiger **la convocation d'une AG**, car c'est au travers de cet organe social qu'ils pourront reprendre en main la conduite des affaires sociales jusqu'alors assurée au quotidien par les dirigeants précédemment nommés.

Au Danemark, les actionnaires qui détiennent plus de 5 % du capital social dans une société cotée peuvent convoquer une assemblée générale extraordinaire.

En Hongrie, les actionnaires contrôlant au moins 5 % des droits de vote d'une société peuvent demander à tout moment que l'organe suprême de la société soit convoqué, en indiquant la raison et le but de cette convocation.

Les statuts de la société peuvent également accorder ce droit aux actionnaires qui contrôlent un pourcentage moindre des votes.

Si la direction de la société ne se conforme pas à une telle demande dans les trente jours, le tribunal compétent pour l'enregistrement doit convoquer l'assemblée générale (l'organe suprême) dans les trente jours qui suivent la demande des actionnaires, ou la juridiction compétente pour l'enregistrement peut habiliter les actionnaires qui le demandent à convoquer l'assemblée par eux-mêmes.

Dans certains pays comme la Grèce, les mesures de protection des droits des actionnaires minoritaires en vertu du droit des sociétés grec (loi 2190/1920, actuellement en vigueur), bénéficient **non pas à chaque actionnaire**, mais pour la plupart à **plusieurs actionnaires en tant que «groupe»** totalisant un pourcentage déterminé du capital social.

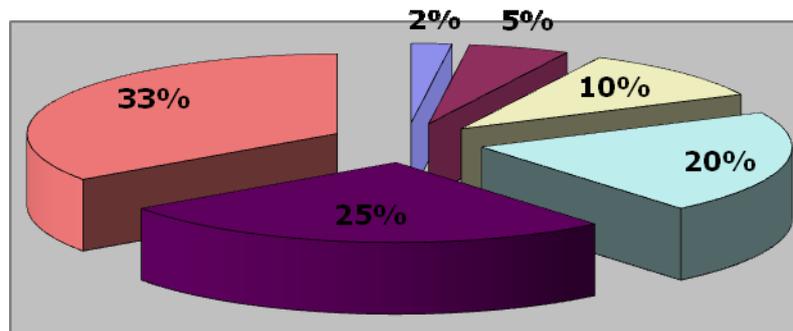
Tableau 2: (Grèce) Droits des actionnaires – Détention du capital

	Les actionnaires représentant au moins 2 % du capital social peuvent demander l'annulation d'une décision de l'AG si la décision a été prise en violation de la loi ou des statuts, si l'actionnaire est opposé à la décision, ou n'a pas assisté à la réunion.
	Les actionnaires représentant au moins 1/20 du capital peuvent: <ul style="list-style-type: none"> • demander la convocation une AG extraordinaire sur des points particuliers de l'ordre du jour. • demander au CA d'inclure des éléments supplémentaires dans l'ordre du jour d'une AG qui a déjà été convoquée. • demander au président de l'AG des actionnaires d'ajourner, une seule fois, l'adoption de résolutions d'une assemblée ordinaire ou extraordinaire à l'égard de tous les articles ou de certains seulement. • demander au CA de communiquer à l'AG annuelle des montants qui, dans les deux dernières années, ont été payés pour une raison quelconque par la société aux membres du Conseil ou des gestionnaires ou des autres employés de la Société, ainsi que toute autre subvention à ces personnes, y compris tout contrat de la société avec ces personnes. • demander la prise d'une décision sur tout point de l'ordre du jour de l'AG par un vote nominatif. • demander la vérification de la Société par le tribunal compétent (du siège de la société) en cas de suspicion de violation des statuts ou des résolutions prises en assemblée.
	Les actionnaires représentant au moins 1/10 du capital social peuvent: <ul style="list-style-type: none"> • rejeter une résolution relative au paiement du salaire / rémunération d'un membre du CA; • demander au CA de soulever une action en justice contre les membres du CA; • demander au tribunal de révoquer des dirigeants, qui ont été directement "nommés" par un ou plusieurs actionnaires, pour des motifs graves.
	Les actionnaires représentant au moins 1/5 du capital social libéré peuvent: <ul style="list-style-type: none"> • demander au CA de fournir à l'AG les informations concernant la marche des affaires de la Société et l'état de ses actifs. • demander la vérification de la Société par un tribunal compétent, si tout le progrès des affaires de la Société rend plausible le fait que la gestion des affaires de la Société ne soit pas effectuée d'une manière honnête et prudente.
	Les actionnaires représentant au moins 1/4 du capital social et présents à l'AG peuvent rejeter une résolution du CA concernant le règlement ou la

	renonciation par la société à des droits de se faire indemniser du préjudice causé par un membre du Conseil.
	Les actionnaires représentant au moins 1/3 du capital social et présents à l'AG peuvent rejeter une résolution du CA relatif à l'agrément d'un contrat entre la Société et un membre du CA.

Source: JeantetAssociés

Schéma 1: Répartition des droits des actionnaires visés au tableau précédent (Grèce)



Source: JeantetAssociés

En Espagne, le regroupement des actionnaires peut également se justifier pour exercer des droits qui supposent la détention d'un pourcentage minimal du capital. En voici quelques exemples:

- Dans une SL ou SA: Tout actionnaire détenant au moins 5 % du capital peut demander aux administrateurs la convocation d'une assemblée générale, contester des décisions adoptées par le conseil d'administration afin de les annuler. Si l'actionnaire détient 25 % du capital il peut demander de prolonger une réunion d'AG.
- Dans une SL: tout actionnaire représentant au moins 5 % du capital peut examiner les documents justifiant de l'état financier de la société et peut demander la présence d'un notaire à l'AG. Lorsque l'actionnaire détient au moins 25 % du capital, il peut demander des renseignements ou précisions sur l'ordre du jour de l'AG (elles peuvent cependant être refusées).
- Dans une SA: Tout actionnaire détenant au moins 5 % du capital peut demander la nomination d'un expert indépendant afin de déterminer la valeur des actifs, il peut également demander d'ajouter des points à l'ordre du jour. Lorsque l'actionnaire détient au moins 25 % du capital il peut demander des précisions à l'ordre du jour et ces demandes ne pourront lui être refusées. Lorsque l'actionnaire détient au moins 1% du capital il peut demander à ce que soit présent à l'AG un notaire. Lorsque l'actionnaire détient au moins 1/20e du capital, il peut demander au juge la révocation des liquidateurs en motivant sa demande.

La loi italienne prévoit elle-aussi que les actionnaires minoritaires peuvent se grouper afin de protéger leurs intérêts, en exerçant collectivement les droits suivants (cette liste étant non exhaustive):

Tableau 3: Loi Italienne: droits des actionnaires minoritaires

Droit	% du capital à détenir pour être habilité à exercer le droit
Déposer une pétition auprès de la Cour afin de faire convoquer une assemblée des actionnaires pour statuer sur la liquidation de la société (article 2487 du CCI)	Tous les actionnaires
Intenter des actions contre les administrateurs en revendiquant leur responsabilité pour manquement à leurs devoirs vis-à-vis des actionnaires de la société (article 2393-bis du CCI)	Sociétés non cotées: au moins 20 % (ou le % prévu par les statuts, ne pouvant être > 33 %) Sociétés cotées: au moins 2,5% (ou un % moins élevé mis en place par les statuts)
Intenter des actions contre les administrateurs pour manquement à leurs obligations qui ont causé un préjudice direct à un tel actionnaire (article 2395 du CCI)	Tous les actionnaires
Proposer la révocation de la décision adoptant une résolution de l'assemblée des actionnaires en contradiction avec la loi ou les statuts (article 2377 du CCI)	Actionnaires absents, ayant vote contre ou s'étant abstenus Sociétés non cotées: au moins 5 % des actions accordant un droit de vote à l'égard de cette résolution Sociétés cotées: 1 % des actions accordant un droit de vote à l'égard de cette résolution Les statuts peuvent réduire ou exclure ces deux seuils.
Proposer la révocation de la résolution d'assemblée générale des actionnaires, si (a) la réunion n'a pas été convoquée, (b) les procès-verbaux pertinents non rédigés, (c) ou l'objet de la résolution impossible ou illicite (article 2379 du CCI)	Tous les actionnaires
Demander aux administrateurs de convoquer l'assemblée des actionnaires (article 2367 de la CCI)	Sociétés non cotées: au moins 10% Sociétés cotées: au moins 5% Les statuts peuvent prévoir des % moins élevés
Demander de reporter l'assemblée d'une durée pouvant aller jusqu'à 5 jours lorsque l'information n'est pas suffisante (article 2374 de la CCI)	Actionnaires présents à l'assemblée et représentant au moins 1/3 du capital
Rapport sur des Commissaires aux Comptes concernant la gestion de l'entreprise que l'actionnaire juge condamnable (article 2408 de la CCI)	Tous les actionnaires Si la plainte est formulée par des actionnaires détenant au moins 5% du capital social de sociétés non cotées, ou au moins 2% du capital social des sociétés cotées, ou le pourcentage inférieur prévu par les statuts, les commissaires aux comptes enquêtent et font un rapport à l'assemblée des actionnaires
Revendication d'obtention de fichiers auprès du tribunal compétent en cas de soupçon des administrateurs, pour de graves irrégularités qui pourraient endommager l'entreprise ou de ses entités contrôlées (article 2409 de la CCI)	Sociétés non cotées: au moins 10% Sociétés cotées: au moins 5%

En Roumanie, les actionnaires minoritaires peuvent le cas échéant **se grouper**, afin de bénéficier des droits suivants:

- les actionnaires représentant individuellement ou conjointement au moins 5% du capital social de la société peuvent (i) demander à la Direction de convoquer une assemblée générale des actionnaires, à condition que la demande se rapporte à des questions sur lesquelles l'assemblée est compétente pour statuer sur (article 119 par. 1 de la Loi 31) ou encore (ii) demander l'ajout de points à l'ordre du jour de l'assemblée générale (article 1171 al. 1 de la Loi 31);
- un ou plusieurs actionnaires représentant individuellement ou conjointement au moins 10 % du capital social peuvent (i) demander au tribunal compétent de nommer un ou plusieurs experts, investis de l'autorité nécessaire pour analyser certaines opérations en relation avec l'activité de l'entreprise et préparer un rapport qui sera soumis à l'actionnaire concerné et, simultanément, aux administrateurs et aux membres du conseil de surveillance, ainsi qu'aux censeurs ou vérificateurs internes de la société, qui sera analysé et à l'égard duquel des mesures adéquates doivent être proposées (article 136 al 1 de la Loi 31).

En Finlande, les actionnaires détenant au moins 1/10e de toutes les actions peuvent demander qu'un **dividende de minorité** leur soit distribué. De plus, lorsque dans une société un auditeur n'a pas à être nommé conformément à la loi ou les statuts, l'AG doit néanmoins procéder à une telle nomination si les actionnaires détenant au moins 1/10e de tous les titres ou 1/3 des titres représentés en AG le demandent.

Préconisation 13: AUTORISER LES REGROUPEMENTS AFIN D'EXERCER COLLECTIVEMENT LES DROITS D'ACTIONNAIRES

Tous les droits bénéficiant à un actionnaire pris individuellement (surtout s'ils supposent la détention d'un pourcentage minimum du capital social) devraient pouvoir être exercés collectivement par un groupe d'actionnaires, du moment que ces derniers manifestent une concertation à cet effet.

B) Droit d'expression des diverses composantes de l'actionnariat d'une société

Sans que cela ne remette en cause le **principe de l'égalité entre actionnaires**, qui est central dans le droit de nombreux États membres, il n'en demeure pas moins que la formation d'actions de concert réunissant certains actionnaires partageant la même communauté d'intérêts permet de mettre l'accent sur diverses composantes de l'actionnariat des sociétés, en leur donnant la possibilité de prétendre à une représentation proportionnelle au sein des organes sociaux, à commencer par l'AG.

Il peut en premier s'agir de réconcilier la qualification juridique avec la réalité des situations qu'on peut observer dans de nombreuses sociétés. Ainsi, il n'apparaîtrait probablement anormal d'envisager comme un «tout» homogène tel ou tel bloc actionnarial partageant les mêmes caractéristiques et se comportant de la même façon depuis plusieurs années (associés fondateurs, membres d'un Groupe familial, cercles d'amis réunis autour du chef d'entreprises, etc.).

- Salariés

L'actionnariat salarié, qui est le fruit d'une longue tradition dans certains pays de l'UE (notamment en Allemagne), est un gage de stabilité et d'inscription dans le long terme, compte tenu des liens qui unissent ces actionnaires à l'émetteur qui est aussi leur employeur.

En outre, cette catégorie d'investisseurs présente la caractéristique de réunir des personnes qui partagent objectivement de nombreux intérêts communs (dont le principal est d'être également créanciers de la société à hauteur de leurs salaires).

Dans ces conditions, il apparaît que la reconnaissance d'une action de concert unissant les différents membres de l'actionnariat salarié d'une société serait de nature à permettre une expression unifiée et plus efficace de cette composante spécifique qui mérite d'être représentée au niveau des organes sociaux et de peser sur les décisions proportionnellement à sa véritable ampleur.

- Investisseurs institutionnels

Il faut sans doute faire une distinction au sein de la catégorie des investisseurs professionnels communément désignés comme «institutionnels» (dont le livre vert s'est beaucoup occupé, au point que cela leur accorde une importance peut-être disproportionnée, au regard de leur poids réel au capital des entreprises européennes, notamment celles qui ne figurent pas dans les grands indices boursiers).

En effet, alors qu'une partie d'entre eux (*pension funds*, fonds d'investissement, compagnies d'assurances) a effectivement tendance à considérer une société émettrice au capital de laquelle ils sont investis comme un pur objet de spéculation à court terme, d'autres (*private equity*) sont au contraire traditionnellement très impliqués dans le suivi de la stratégie et de la gestion de entreprises qu'ils accompagnent sur le moyen-long terme.

C'est pourquoi la perspective de se structurer sous la forme d'une action de concert afin de peser davantage dans le dialogue avec les dirigeants et les autres actionnaires de la société intéressera probablement davantage les seconds que les premiers.

Il ne faut pas négliger cependant la compétition farouche qui peut exister entre certains actionnaires minoritaires – notamment s'il s'agit d'**investisseurs institutionnels** dont l'activité consiste à être le premier à saisir les opportunités qui se présentent (afin d'en retirer le gain maximum) – qui ne songent guère alors à coopérer les uns avec les autres.

Préconisation 14: PRESUMER UNE ACTION DE CONCERT ENTRE LES PARTIES PRENANTES D'UN OPCVM

On pourrait songer à caractériser une action de concert entre les différentes parties prenantes des OPCVM (société de gestion, dépositaire, porteurs de parts) qui contribuent implicitement à l'expression par les investisseurs institutionnels (parfois structurés sous la forme de fonds communs de placement dépourvus de personnalité morale) de leurs droits d'actionnaires.

3.2.1.2. Droit de se regrouper pour faire face aux dirigeants sociaux

Dans une logique de confrontation (et parfois d'opposition) entre d'une part les dirigeants sociaux et d'autre part les actionnaires, ces derniers ont tout intérêt à conclure entre eux des conventions de vote pour peser davantage en AG (A), voire à se regrouper pour lancer une action collective à l'encontre des dirigeants (B).

A) Licéité des conventions de vote

Selon l'autorité de surveillance financière finlandaise le fait de s'accorder sur une seule résolution de l'AG ou de nommer tel ou tel membre d'un organe ne constitue pas une action de concert (mais elle se prononce exclusivement au regard de l'obligation légale de faire une OPA en cas de prise de contrôle).

La plupart des États membres admettent aujourd'hui la liceité des conventions de vote, mais il subsiste des exceptions.

Ainsi, aux Pays Bas, les ententes de vote sont considérées comme illégales mais n'affectent pas directement les décisions d'AG. Par exemple, si une entente de vote a été passée entre deux (ou plusieurs) actionnaires et si l'un d'entre eux vote dans le sens contraire à celui de leur entente, alors son vote est parfaitement licite.

En Belgique, les conventions de vote sont licites si les conditions suivantes sont réunies:

- elles doivent être **limitées dans le temps** (une «durée raisonnable», en prenant l'intérêt de l'entreprise en compte); les clauses de renouvellement implicites sont considérés comme valables (article 551 CBS);
- elles doivent être justifiées par **l'intérêt de l'entreprise** (article 551 CBS);
- elles ne peuvent pas priver l'assemblée générale de son droit de prendre les décisions qui appartiennent à son domaine de compétence (Cour de cassation 13 Avril 1989).

À cet égard, il est par exemple possible pour les actionnaires membres du pacte de décider qu'un administrateur doit être choisi parmi une liste des candidats établie par un groupe d'actionnaires minoritaires, car l'assemblée générale conserve bien son droit de choisir au sein de cette liste.

Toutefois, une convention de vote (ou l'une de ses clauses spécifiques) serait nulle et non avenue dans les circonstances suivantes:

- si la convention de vote est contraire au Code belge des sociétés; par exemple, si la convention de vote modifie la répartition des tâches juridiques entre les différents organes des sociétés;
- si la convention de vote est contraire à l'intérêt social; à cet égard, la motivation de la convention de vote est d'une grande importance;
- si un actionnaire s'engage à voter conformément aux directives de la société, d'une filiale ou d'un organe de la société;
- si un actionnaire est d'accord avec la société, une filiale ou les organes de ces sociétés, pour d'approuver les propositions des organes sociaux de la société;
- si la convention de vote est affectée par des erreurs, la violence, la tromperie ou qualifié de déséquilibrée entre les droits réciproques des parties.

En principe, cette nullité a un caractère absolu et peut être invoquée par toutes les parties intéressées et par un juge. Toutefois, une convention de vote qui dépasse la «durée raisonnable» n'est pas sanctionnée par la nullité. Il est automatiquement réduit dans le temps. La nullité n'est que partielle, à condition que seules certaines clauses, et pas l'entente de vote dans son ensemble - violent des dispositions légales applicables.

Les votes effectués lors d'une assemblée générale sur la base d'une convention de vote invalide sont nuls (article 551, al. 3 CBS). La nullité des votes implique la nullité des décisions de l'assemblée générale, à moins que les votes n'aient pas influencé la validité de la décision et les votants n'aient pas d'influence sur la délibération et la consultation de l'assemblée générale.

Il convient de noter que le non-respect d'une convention de vote ne peut pas conduire à la nullité de la décision de l'assemblée générale, si la convention ne fait pas partie des statuts de la société. En effet, en dehors des statuts, la convention de vote - et la violation de celle-ci - n'est pas opposable à la société.

Le droit des sociétés hongrois ne contient pas de dispositions particulières ou de limitations en matière de convention de vote. Par conséquent, les actionnaires peuvent convenir librement de conventions de vote entre eux.

Toutefois, de tels accords peuvent uniquement créer une relation contractuelle entre les membres. Cela signifie que dans le cas d'une violation de la convention de vote, la résolution ainsi adoptée ne peut être annulée et la partie n'ayant pas violé l'accord de vote n'aura pas le droit de demander l'exécution en nature. Il aura seulement le droit de demander des dommages-intérêts ou des pénalités contractuelles, s'il en a été convenu.

Au Danemark aussi, les actionnaires peuvent conclure des pactes d'actionnaires en ce qui concerne l'exercice du droit de vote. Les domaines habituellement couverts par des pactes d'actionnaires sont la nomination des administrateurs et l'obtention des majorités requises pour les décisions matérielles.

Ces pactes d'actionnaires ne sont pas contraignants pour la société, ou en ce qui concerne les résolutions adoptées lors des assemblées générales. Ainsi, un tel accord ne peut pas être imposé à l'entreprise.

En revanche, le pacte d'actionnaires sera juridiquement contraignant pour les parties. En vue de faire respecter l'accord, en cas de violation, la partie lésée doit engager des poursuites judiciaires.

Normalement, les pactes d'actionnaires ne peuvent être résiliés, sauf en cas de violation substantielle. C'est seulement lors du transfert de ses actions, qu'une partie sera libérée de ses obligations en vertu de l'accord.

Cette question n'est pas expressément réglée par la loi Bulgare. Cela signifie qu'il n'y a pas de conditions et limites pour conclure une convention de vote. Toutefois, si un actionnaire n'effectue pas son obligation contractuelle de voter ou de s'abstenir de voter, il peut être sanctionné par les autres parties dans le cadre de la convention de vote, mais en tout cas, il peut ne pas être légalement contraint à exécuter l'obligation de voter.

En Espagne, les conventions de vote entre actionnaires prévoyant leur comportement de vote ne sont efficaces qu'entre les parties et ne peuvent engager la société. Une violation de ces accords n'affecte pas la décision prise en AG.

Le droit des sociétés grec n'impose pas de conditions ou des limites relatives aux conventions de vote, qui peuvent être légalement conclues sur la base du principe de liberté contractuelle. Il n'en demeure pas moins que certaines dispositions de la loi grecque sur les contrats en général, restent applicables aux conventions de vote et sont susceptibles d'entraîner des restrictions.

Ainsi, les termes de l'accord ne doivent pas être contraires à la morale, ni être excessivement contraignants ou abusifs pour les actionnaires minoritaires (par exemple un accord ayant une durée égale à celui de l'entreprise).

En Italie, les pactes d'actionnaires qui régissent l'exercice des droits de vote dans les sociétés non cotées (ou leurs entités de contrôle) ne peuvent pas avoir une durée supérieure à cinq ans. Si aucune durée n'est prévue, chaque partie a le droit de se retirer moyennant un préavis de 180 jours (article 2341-bis de la CCI).

Les pactes d'actionnaires qui régissent l'exercice des droits de vote dans les sociétés cotées italiennes ou de leurs entités de contrôle ne peuvent pas avoir une durée supérieure à trois ans. Si aucune durée n'est prévue, chaque partie a le droit de se retirer moyennant un préavis de six mois (article 123 UFA).

En République tchèque, il est discutable de savoir si les conventions de vote sont valables, car selon le Code civil un accord dans lequel quelqu'un renonce à ses droits n'est pas valable. La validité de ces accords sera également considérée en termes de conformité avec les «bonnes manières» ainsi que les principes de relations d'affaires honnêtes.

Des ententes de vote sont acceptables en vertu du droit polonais en conformité avec la règle sur la liberté des contrats (émergeant de droit civil - article 3531 du Code civil), sous réserve toutefois que leurs dispositions des conventions ne soient pas contraire aux principes de la vie en société, avec un risque de nullité de la convention (article 58 du Code civil).

Ainsi, par exemple, les accords suivants seraient nuls et nonavenus:

- accord contribuant à l'établissement de la «gouvernance de la minorité», c'est-à-dire que les actionnaires minoritaires ont un vote décisif (tandis que l'influence des actionnaires majoritaires est limitée);
- accord contenant des dispositions préjudiciables à l'intérêt d'une entreprise ou préjudiciable à un actionnaire.

Préconisation 15: RECONNAITRE LA LICITE DES CONVENTIONS DE VOTE

La conclusion entre plusieurs actionnaires d'une convention de vote, leur permettant de mettre en œuvre la politique commune qu'ils ont arrêtée entre eux vis-à-vis de la société, devrait être LICITE, sous la seule limite de sa conformité à l'intérêt social.

En contrepartie de la reconnaissance du caractère licite des conventions de vote, certaines obligations déclaratives peuvent néanmoins être imposées à leurs signataires (voir ci-dessous).

B) Actions collectives (*class actions*)

L'engagement de poursuites à l'encontre des dirigeants sociaux suppose non seulement des moyens financiers (ce qui peut justifier en soi la mise en commun par les actionnaires de leurs ressources), mais aussi parfois d'être en mesure de prouver sa légitimité en rassemblant une partie significative de l'actionnariat.

Il est vrai que de telles actions judiciaires s'inscrivent souvent dans le prolongement d'une collecte préalable d'éléments de preuve (expertise de gestion, etc.) qui nécessite elle-aussi la réunion d'un pourcentage minimum du capital social.

En Autriche, le regroupement d'actionnaires agissant de concert peut également se justifier dans la mesure où plusieurs actionnaires détenant au moins 10 % du capital social émis peuvent exiger la nomination d'un vérificateur différent, ou d'un vérificateur externe spécial, exiger de la société de requérir des dommages-intérêts contre les administrateurs ou d'autres actionnaires, demander un report de l'AG s'ils sont en désaccord avec le rapport annuel, ou demander au tribunal de destituer un membre de l'organe de surveillance.

En Bulgarie par exemple, seuls les actionnaires détenant au moins 10 % du capital de l'entreprise peuvent déposer une plainte contre des membres des conseils pour les dommages causés à la société. La POSA introduit également certains seuils minimaux pour l'exercice de certains droits, en particulier les actionnaires d'une société cotée qui détiennent au moins 5% du capital de la société sont autorisés à intenter une action en justice pour l'indemnisation de tout préjudice infligé à la société par des actes ou des omissions des membres des conseils.

En Hongrie, il est également possible aux actionnaires minoritaires de se grouper afin de mettre en cause la gestion de la société, malgré le soutien que cette dernière pourrait recevoir de la part des actionnaires majoritaires:

- Si l'assemblée refuse la proposition visant à faire vérifier le dernier rapport annuel établi (en application de la Loi hongroise sur la comptabilité) ou tout autre événement qui a eu lieu dans la gestion au cours des deux dernières années, ou qu'une telle proposition a été ignorée par l'assemblée, alors l'examen sera ordonné par le tribunal

compétent à la demande des actionnaires contrôlant au moins cinq pour cent des voix.

- Si (i) l'organe suprême de la société a refusé la demande de faire valoir une réclamation contre les membres dirigeants, membres du conseil de surveillance ou contre l'auditeur de la société, ou (ii) que cet organe a échoué à adopter une décision concernant une proposition qui a été correctement présentée, les membres (actionnaires) détenant au moins cinq pour cent des voix peuvent exécuter la créance eux-mêmes au nom de l'entreprise dans une procédure judiciaire dans un délai de trente jours après la réunion de l'organe suprême.

En Italie, la prévalence du principe de majorité est démontrée par la circonstance que toutes les actions en dommages-intérêts contre les administrateurs accusés d'avoir commis une faute doivent être **décidées par l'assemblée des actionnaires**. Toutefois, il est à noter que la loi prévoit également la possibilité que l'action soit intentée par un **pourcentage qualifié** des actionnaires minoritaires.

En Lettonie, toute société de capitaux est obligée de porter réclamation contre les fondateurs, la direction ou l'organe de surveillance, si la demande émane d'actionnaires représentant au moins 1/20^e du capital et que cela ne représente pas moins de 50 000 LVL (monnaie lettone).

Cf. Préconisation 6 (ci-dessus) sur l'action sociale *ut singuli* susceptible d'être engagée – au nom et pour le compte de la société - par un actionnaire (le cas échéant en concertation avec d'autres) à l'encontre des dirigeants sociaux ayant commis une faute envers la société.

3.2.1.3. Droit de former un «noyau dur» au sein de la société

L'action de concert constitue objectivement la voie royale pour constituer un groupe d'actionnaires stables, unis par la volonté de mener (dans la durée) une politique commune à l'égard de l'entreprise (A), voire d'en prendre (puis d'en exercer) le contrôle conjoint (B)

A) Réunir les *stakeholders* pour gouverner ensemble l'entreprise

Il a été unanimement relevé que les problématiques traditionnelles de la «gouvernance d'entreprise» qui ont par exemple donné lieu à la consultation sous forme du Livre vert en 2011, se rencontraient surtout dans les «grandes» sociétés cotées dont l'actionnariat est largement dispersé, mais qu'elles étaient beaucoup moins présentes dans les sociétés (souvent de taille plus réduite bien que cela ne soit pas un critère explicatif) - cotées ou NON - dont l'actionnariat est plus concentré, autour d'un bloc familial ou entrepreneurial.

Dans une telle configuration en effet, les actionnaires composant ce «noyau dur» sont à même d'exercer la plénitude de leurs prérogatives vis-à-vis de la société et de ses dirigeants, si bien que les **dérives** que l'on rencontre dans les sociétés «stars» des grands indices boursiers sont souvent absentes.

En Espagne, tous les actionnaires d'une SA peuvent demander des informations sur la société qui doivent leur être communiquées avant l'AG, sauf lorsque cela risquerait de causer un dommage à la société. Cependant cette restriction ne s'applique pas aux actionnaires détenant **au moins 25 % du capital**.

Cet exemple montre que le fait de peser significativement dans le capital de la société contribue à transformer l'actionnaire (ou le groupe d'actionnaires) en un interlocuteur privilégié de la société, qui cesse de le traiter comme un tiers extérieur à l'égard duquel certaines informations sont confidentielles, en lui reconnaissant la qualité d'un véritable associé.

C'est pourquoi un regroupement d'actionnaires, même s'ils restent minoritaires, peut manifester une envie de s'impliquer davantage dans les affaires de la société, en réaction aux comportements «passifs» de certains investisseurs institutionnels par exemple.

Dans le prolongement d'une telle volonté d'implication, il serait logique que les actionnaires ainsi réunis au sein d'une action concertée ambitionnent d'être représentés au sein des organes de surveillance de la société.

Certaines pratiques locales méritent l'attention. Ainsi en Italie, la loi accorde aux actionnaires minoritaires des droits spéciaux de désignation d'administrateurs, ce qui peut les inciter à se regrouper pour voter en faveur d'un candidat commun.

En Pologne, des actionnaires qui représentent au moins un cinquième (20 %) du capital social peuvent demander à participer à l'élection du conseil de surveillance d'une société anonyme en votant en groupes distincts. Des groupes séparés sont créés par la division du nombre total d'actions représentées à l'assemblée générale par le nombre de membres du conseil de surveillance. Chaque groupe peut élire un membre du conseil (article 385 § 3 du Code des sociétés commerciales).

En Belgique, c'est sur une base volontaire que Belgacom (qui est pourtant une entreprise publique contrôlée majoritairement par l'État) accueille une moitié d'administrateurs «non exécutifs» désignés par ses actionnaires (hors État belge) minoritaires.

- Administrateur indépendant

Selon les États membres, la notion d'administrateur indépendant varie, car son «indépendance» ne s'apprécie pas forcément à l'égard des mêmes personnes: s'agit-il d'un «tiers absolu» qui ne doit pas avoir de liens avec aucune des parties prenantes (*stakeholders*) de la société dont il est pourtant administrateur (ce qui lui interdirait notamment d'être affilié à des actionnaires, le cas échéant minoritaires) ou plutôt d'un administrateur «non exécutif», c'est-à-dire qui puisse se poser en véritable contre-pouvoir du management au sein de cet organe de «surveillance» (pour reprendre la terminologie du livre vert de la commission) et représenter ainsi efficacement les intérêts des actionnaires (minoritaires car les majoritaires – s'ils existent – sont supposés avoir porté lesdits dirigeants au pouvoir).

Pour reprendre l'analyse du groupe de réflexion, il n'est pas certain que l'«indépendance» absolue soit le meilleur critère pour contribuer à la mise en œuvre d'une dialectique positive et constructive au sein d'un conseil d'administration. C'est pourquoi nous aurions également tendance à recommander une approche conduisant à équilibrer la représentation des différentes composantes de l'actionnariat (du moins en ce qui concerne les plus stables d'entre elles, ce qui contribuera à privilégier les actionnaires – même minoritaires – qui partagent l'objectif d'une présence sur le long terme au capital de la société).

- Représentant des salariés

Naturellement, la présence de représentants des actionnaires salariés agissant de concert ne s'imposera pas de la même manière dans des pays comme l'Allemagne, qui réserve d'ores et déjà – légalement – la moitié des sièges aux représentants du personnel de la société (lorsque celle-ci est cogérée), indépendamment de la détention d'actions par les employés.

De même, les entreprises publiques sont soumises en France à l'obligation d'accueillir des représentants de leurs salariés au conseil d'administration, alors même qu'ils ne détiennent souvent aucun titre de capital.

Il n'en demeure pas moins qu'en dehors de ces cas spécifiques, il peut apparaître plus facile de justifier la désignation d'un administrateur représentant les salariés si ces derniers sont actionnaires et affirment agir de concert (ce qui signifie qu'une politique commune pourra être affichée).

Préconisation 16: PERMETTRE LA REPRESENTATION PROPORTIONNELLE DES GROUPES D'ACTIONNAIRES SIGNIFICATIFS AU SEIN DES ORGANES SOCIAUX

Chaque composante homogène de l'actionnariat d'une société devrait pouvoir prétendre à une représentation au sein des organes sociaux, dès lors que ses membres totalisent une fraction significative du capital et qu'ils se mobilisent en faveur d'un candidat leur servant de porte-parole.

B) Faculté de se regrouper pour prendre le contrôle conjoint de la société

La notion-même d'action de concert est fréquemment associée à celle de contrôle:

- Au Royaume-Uni, l'autorité compétente en matière d'OPA (*Takeover Panel*) fait ainsi une distinction entre le fait de voter ensemble sur une résolution particulière, ce qui ne serait pas constitutif d'une action de concert (*Note 2 on Rule 9.1 of the Takeover Code*), contrairement à l'initiative de proposer une résolution visant à prendre le contrôle du conseil d'administration, qui fait peser une présomption d'action de concert sur les actionnaires qui la soutiennent (et les candidats aux fonctions d'administrateurs).
- En France, la prise de contrôle est désormais (depuis la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010) l'un des deux objectifs que poursuivent les actionnaires agissant de concert – l'autre étant simplement la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de la société (sans nécessairement vouloir en prendre le contrôle, ce dernier pouvant appartenir aux concertistes depuis longtemps ou être hors de leur portée s'ils ne sont que minoritaires).

C'est pourquoi la première manifestation de l'application de la notion d'action concertée au droit commun des sociétés se traduira probablement par la formation de groupes d'actionnaires ne disposant pas à titre individuel d'un contrôle exclusif sur la société mais qui auront pour but d'exercer un contrôle conjoint sur la société.

En France, le contrôle conjoint susceptible d'être exercé sur une société est défini par l'article L 233-3 du code de commerce comme le fait, pour deux ou plusieurs personnes (morales) agissant de concert, de déterminer **en fait** les décisions prises en assemblée générale.

Préconisation 17: ADMETTRE LA NOTION DE CONTROLE CONJOINT

Les actionnaires agissant de concert devraient se voir reconnaître la possibilité d'exercer un contrôle *conjoint* sur la société, dès lors que c'est effectivement *ensemble* qu'ils déterminent les décisions prises au sein des organes sociaux.

Au demeurant, la notion de contrôle conjoint est d'ores et déjà pratiquée par le droit de l'UE qui l'appréhende notamment dans le cadre de l'établissement des **comptes consolidés**, mais aussi en relation avec le **droit des concentrations et des ententes**. Une harmonisation au sein de l'UE, passant par la mise en cohérence de l'ensemble de ces notions transversales, pourrait d'ailleurs être envisagée.

3.2.2. OBLIGATIONS DES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT

L'action de concert (ou «action concertée») n'existera vraiment - sur le plan juridique - qu'à partir du moment où ses membres se verront imposer des obligations qu'ils n'auraient pas à respecter en tant qu'actionnaires individuels ne détenant que leur propre quote-part du capital.

En Espagne par exemple, chaque actionnaire détenant des actions qui ont été regroupées doit se conformer à toutes ses obligations en tant qu'actionnaire de la société, **de la même manière que si ce regroupement n'existait pas et que toutes les actions lui appartenaient en propre.**

Il reste qu'à l'heure actuelle, ceci n'est valable dans la plupart des États membres que pour l'ensemble des obligations boursières (déclaration de franchissement de seuil, dépôt d'OPA obligatoire, etc.) que le droit de l'UE fait d'ores et déjà peser sur les actionnaires de sociétés cotées lorsqu'ils agissent de concert.

On peut néanmoins y voir la preuve que cette notion est **déjà connue** au sein de l'UE, sachant en outre que la jurisprudence de la CJCE en matière de concurrence doit beaucoup au concept voisin d'**entente**.

Toutefois, les enjeux d'une extension de ce concept d'origine boursière (mais pas seulement car il partage de nombreux points communs avec des notions telles que la collusion frauduleuse en droit civil ou encore la complicité en droit pénal) sont encore plus importants puisqu'il s'agit ni plus ni moins que de reconnaître la responsabilité solidaire des actionnaires participant à une telle démarche collective à l'égard de l'ensemble des obligations du droit des sociétés.

De ce fait, il est à craindre que les candidats à la qualification volontaire de «concertistes» ne soient pas très nombreux, puisque cela revient à accroître le poids des obligations juridiques qui pèsent sur eux.

Dans ces conditions, il apparaît que la première obligation des actionnaires agissant de concert devrait être de se déclarer en tant que tels, car la communication (spontanée ou non) d'informations relatives à l'action de concert est le préalable indispensable à sa prise en compte afin d'en tirer les conséquences en termes de droits - mais surtout d'obligations pour ses membres.

Au-delà de l'obligation d'informer les tiers de l'existence du concert, de sa composition et de la politique suivie par ses membres (3.2.2.1.), la prise en compte de l'action de concert devrait conduire ses membres à engager leur responsabilité solidaire vis-à-vis des règles qui s'imposent aux actionnaires (3.2.2.2.), ce qui pourrait avoir une grande influence sur la manière de gérer les conflits d'intérêts au sein de la société (3.2.2.3.).

3.2.2.1. Obligation d'information

Les actionnaires agissant de concert devraient avoir l'obligation d'informer les tiers (à commencer par la société et ses dirigeants) de l'existence de leur «groupe» (A), de taille et de sa composition, notamment au travers des déclarations de franchissement de seuils pour les sociétés cotées (B), mais également de la politique qu'ils poursuivent en commun (C)

A) Existence du concert

L'existence d'un concert peut être révélée à l'occasion de la publicité qui serait faite de la conclusion formelle d'un accord (écrit) entre plusieurs actionnaires, qu'il s'agisse d'un pacte portant sur la propriété des actions ou d'une convention de vote.

En France (article L 233-11 du Code de commerce), seuls les pactes d'actionnaires contenant des clauses préférentielles de cession ou d'acquisition portant sur plus de 0,5% du capital (ou des droits de vote) d'une société cotée doivent être transmis dans un délai de cinq jours de

bourse à compter de la signature de la convention ou de l'avenant introduisant la clause concernée, à la société et à l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui se chargera d'en assurer la publicité. A défaut de transmission, les effets de cette clause sont suspendus, (et les parties déliées de leurs engagements) en période d'offre publique. La société et l'AMF doivent également être informés de la date à laquelle la clause prend fin.

Dans les sociétés cotées espagnoles, même si les conventions de vote ne lient que les parties, celles-ci doivent communiquer ces accords à la société à l'autorité de régulation des marchés financiers.

En Italie, dans les cinq jours de leur signature, les pactes d'actionnaires qui régissent l'exercice des droits de vote dans une société cotée (article 122, UFA) doivent être:

- notifiés à la CONSOB;
- publiés sous forme de résumé dans la presse italienne quotidienne;
- déposés auprès du Registre des sociétés dans lequel bureau de la compagnie est enregistrée; et
- notifiés à l'émetteur concerné

Dans le cas où un actionnaire omet de se conformer aux obligations d'information portant sur les pactes d'actionnaires relatifs à l'exercice des droits de vote, les droits de vote attachés aux actions pour lesquelles les obligations de divulgation n'ont pas été respectées ne peuvent être exercés (articles 120 et 122 UFA et 234-ter de la CCI).

Cependant, il convient de noter que la conclusion d'un accord (qui **peut ne pas être écrit**: ainsi l'autorité de surveillance financière finlandaise a indiqué que l'action de concert peut se fonder sur un acte explicite écrit ou encore sur un acte tacite et non écrit) liant plusieurs actionnaires sera probablement un premier indice – important - de l'existence d'une action de concert, **sans toutefois que cela soit définitivement probant**.

Non seulement des actionnaires peuvent parfaitement signer un protocole sans pour autant avoir la moindre **intention** d'agir ensemble les uns en concertation avec les autres.

A cet égard, selon l'autorité de surveillance financière finlandaise le fait de s'accorder sur une seule résolution de l'AG ou de nommer tel ou tel membre d'un organe ne constitue pas une action de concert (mais elle se prononce exclusivement au regard de l'obligation légale de faire une OPA en cas de prise de contrôle).

Aux Pays-Bas, l'action de concert est définie comme un accord conclu entre au moins deux actionnaires pour harmoniser le futur exercice de leurs droits de vote. L'autorité des marchés financiers considère qu'il n'y a pas d'action de concert si chaque actionnaire conserve la maîtrise de la décision finale de voter dans un sens ou dans l'autre avec ses actions.

- Mais encore, la plupart des engagements contractuels ainsi souscrits peuvent faire l'objet d'une violation plus ou moins volontaire de la part de leurs signataires, si bien que le critère déterminant pour savoir s'ils sont – encore – concertistes (indépendamment de la validité de leurs accords juridiquement contraignants) sera leur comportement effectif.

Comme son nom l'indique, les concertistes AGISSENT de manière coordonnée, ce qui s'explique généralement par la préparation conjointe de leurs mouvements, mais ne doit pas être confondu avec un simple parallélisme de comportements, lequel peut se produire de **manière fortuite**, surtout lorsque les choix sont binaires: voter POUR ou CONTRE les résolutions proposées par la direction de la société / ACHETER ou VENDRE des actions.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle aucune analyse reposant sur des **faisceaux d'indices**, qui serait conduite (depuis l'extérieur) par des observateurs n'appartenant pas au concert, ne remplacera jamais la déclaration effectuée par les concertistes eux-mêmes, si bien que celle-ci doit impérativement être rendue obligatoire.

Cela n'exclut pas cependant le recours à des présomptions légales (simples c'est-à-dire réfragables), comme en Grèce par exemple, où les entreprises contrôlées par une autre personne physique ou morale, sont réputées agir de concert avec cette personne.

Préconisation 18: IMPOSER LA REVELATION D'UNE ACTION DE CONCERT

Les membres d'un concert devraient être soumis à l'obligation de révéler l'existence de leur groupe (ainsi que ses principales caractéristiques: taille, composition, politique commune poursuivie) afin de pouvoir bénéficier collectivement des droits d'actionnaires (mais aussi subir les obligations correspondantes) conformément au droit des sociétés.

Il restera néanmoins à déterminer la sanction la plus adaptée en cas de manquement des actionnaires agissant de concert à cette obligation déclarative, sachant que la privation de droits de vote a déjà été expérimentée par de nombreux États membres dans le cadre des législations locales en matière de franchissements de seuils et d'OPA obligatoire (même si elle soulève un certain nombre de difficultés lorsqu'il s'agit de l'appliquer à un «groupe» dont la taille et la composition peuvent varier dans le temps).

B) Taille et composition

A l'heure actuelle, les informations relatives à la taille et à la composition d'un groupe d'actionnaires agissant de concert sont données par les membres du concert (ou du moins par l'un d'entre eux, souvent celui qui fait office de «chef d'orchestre» et qui donne l'impulsion directrice à laquelle se conforment les autres) à l'occasion d'un franchissement de seuil (en capital ou en droits de vote) dans une société cotée.

Ainsi, en Bulgarie (comme partout ailleurs), si les actionnaires d'une société cotée acquièrent ou transfèrent, directement ou indirectement, des droits de vote à l'assemblée générale où que leurs droits de vote atteignent, dépassent ou descendent en dessous de 5% (ou un multiple de 5 %) du nombre de droits de vote à l'assemblée générale, l'actionnaire doit aviser le FSC et la société cotée.

Il est précisé que cette obligation d'information s'applique à un actionnaire, s'il est en droit d'acquérir, de transférer ou d'exercer des droits de vote détenus par un tiers avec lequel l'actionnaire a conclu **un accord sur la poursuite d'une politique commune à long terme sur la gestion de l'entreprise par un exercice commun des droits de vote détenus par eux.**

C) Détermination de la «politique commune» poursuivie par les concertistes

Il est essentiel que les actionnaires qui prétendent agir de concert soient en mesure de définir la «politique commune» qu'ils entendent conduire à l'égard de la société dont ils sont associés, car c'est elle qui donne son «âme» à l'action concertée, et qui permet de fixer les limites de la communauté d'intérêts ainsi créée entre ses membres.

Naturellement, le contenu de cette «politique» aura tendance à être apprécié au regard des obligations qui en résulteront pour les actionnaires, en particulier s'ils ont pour objectif de prendre le contrôle d'une société cotée.

Ainsi, au Royaume-Uni, la «politique» poursuivie par les actionnaires concertistes varie selon qu'on se situe dans le cadre d'une OPA ou d'un franchissement de seuil qu'on doit simplement déclarer:

- Au regard du *takeover code*, certaines personnes sont considérées comme agissant de concert (groupes, les fonds de pension cibles, les gestionnaires de fonds). Le concert

s'entend sinon d'une coopération formelle ou non, visant à renforcer le contrôle, faire échouer l'aboutissement d'une offre concurrente, ou du moyen de contrôler 30 % des droits de vote d'une société cible.

- Au regard du DTR 5, une personne sera aussi un porteur «indirect» d'actions détenues par un tiers (donc du ressort du concert), s'ils conviennent qu'ils doivent adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable de la gestion de l'entreprise en question.

Cf. Préconisation 11 (ci-dessus):

Si l'on veut élargir la prise en compte de la notion d'action de concert à l'ensemble du droit commun des sociétés au sein de l'UE, il sera probablement nécessaire de prendre de la distance par rapport à cette conception téléologique de l'action de concert (uniquement perçue au travers de sa finalité: créer des obligations en matière de franchissements de seuils et d'OPA), pour être capable d'en caractériser la présence **en** dehors de tout enjeu boursier.

3.2.2.2. Responsabilité solidaire des membres du concert

La responsabilité solidaire des membres d'un concert, bien connue en matière boursière à l'occasion notamment du dépôt d'une OPA visant les actions d'une société cotée (A), pourrait être étendue à l'ensemble des obligations auxquelles le droit des sociétés soumet un actionnaire individuel (B)

A) Obligations boursières

Compte tenu du processus de transposition en droit interne des Directives Transparence et OPA, l'action de concert est généralement utilisée par les États membres de l'UE pour contraindre un groupe d'actionnaires ayant franchi un seuil à le déclarer, voire à déposer une OPA sur le reste du capital si le seuil franchi est considéré comme conférant le contrôle d'une société cotée.

- Déclaration de franchissement de seuil

Aux Pays-Bas, lorsque du fait d'une action de concert, l'un des seuils prévus par la loi est atteint, ce seuil doit être notifié à l'autorité néerlandaise des marchés financiers. Ainsi agir de concert a les mêmes conséquences que si un actionnaire atteignait seul le seuil.

En Allemagne par exemple, les actionnaires agissant de concert sont obligés de notifier le nombre total de droits de vote qu'ils peuvent exercer, dans le cas où ils dépasseraient certains seuils. Les actions détenues sont additionnées, ce qui contraint les actionnaires de concert à proposer une OPA lorsqu'ils dépassent le seuil de 30 %.

De même, en Irlande, lorsque les actionnaires sont réputés «agir de concert» leurs détentions seront regroupées dans le but de la divulgation d'intérêts de la société. En outre, lorsque la société est cotée, toute acquisition d'actions supplémentaires se traduisant par une participation totale des parties concertiste égale à 30 % ou plus des actions de la société se traduira par une obligation de la part de tous les membres du concert de faire une offre d'acquiescer toutes les actions de la société.

- OPA obligatoire

En Belgique, la qualification de «personnes agissant de concert» est essentielle pour l'application des obligations suivantes:

- dans les sociétés cotées, les personnes agissant de concert seront prises en compte pour calculer les seuils nécessaires permettant aux actionnaires de faire une offre publique d'achat sur les titres restants, suite à une OPA volontaire. Les titres non présentés seront réputés transférés à l'intention des offrants (513, § 1 CBS);
- dans les sociétés non cotées, les personnes agissant de concert seront prises en compte pour calculer les seuils permettant aux actionnaires majoritaires de faire une offre publique d'achat sur les titres restants. Les titres non présentés seront réputés

transférés à l'intention des offrants, sauf indication contraire par les propriétaires concernés (513, § 2 CBS).

L'action de concert est abordée dans la loi autrichienne sur les prises de contrôle (*Übernahmegesetz*). Les participations de plusieurs individus ou entités agissant de concert avec un offrant visant à obtenir le contrôle d'une société anonyme cotée, ou qui agissent de concert avec la société cible afin de contrecarrer le succès d'une offre publique d'achat, seront comptés ensemble à l'égard de toute obligations découlant de la loi sur les offres publiques d'achat. Par conséquent, tout comme dans le cas d'un offrant unique, si les membres d'un groupe d'actionnaires agissant de concert transgressent les exigences de déclaration ou de dépôt d'une OPA en vertu de la loi sur les offres publique d'achat, leurs droits de vote seront suspendus.

En Bulgarie, la POSA exige d'un actionnaire de société cotée qui acquiert, directement ou par des parties liées, plus de 50 % des voix à l'assemblée générale, qu'il :

- s'inscrive auprès de la FSC pour une offre publique de rachat des actionnaires restants;
- transfère le nombre d'actions nécessaires afin qu'il puisse détenir directement ou par l'intermédiaire des parties liées de moins de 50 % des voix à l'assemblée générale.

Les règles ci-dessus s'appliquent également aux actionnaires qui détiennent plus de 50 % des actions avec droit de vote et ont conclu un accord pour contrôler la gestion de l'entreprise cotée à travers un exercice conjoint de leurs droits de vote ou si d'autres personnes détiennent, sur le compte d'un actionnaire d'entreprise cotée qui acquiert directement ou par des parties liées de plus de 50 % des voix à l'assemblée générale, les actions avec droit de vote et le nombre total de voix représentant plus de 50 % de tous les votes à l'assemblée générale.

La POSA exige également des actionnaires qui acquièrent plus des deux tiers des voix à l'assemblée générale de soumettre une offre obligatoire sur les actions restantes.

En Italie, si les parties agissant de concert entrent en possession d'une participation totale dépassant les pourcentages qui déclenchent les prises de contrôle obligatoires à la suite des achats effectués par un seul actionnaire, ils doivent lancer la prise de contrôle obligatoire. Toutefois, cette obligation n'est pas applicable lorsque les parties agissant de concert entrent en possession de la même détention **en concluant un pacte d'actionnaires**, sauf si les parties à ladite convention sont entrées en possession d'une participation totale dépassant les pourcentages mentionnés ci-dessus dans le douze mois avant la signature de l'accord.

En France, la formation d'une action de concert conduisant ses membres à franchir collectivement le seuil de 30 % en capital et en droit de vote est assimilée à l'acquisition d'un tel bloc de contrôle et oblige par conséquent les concertistes à déposer une OPA, même s'ils n'ont procédé à aucun achat de titres en numéraire. Cette circonstance peut conduire à des difficultés quant à la détermination du «juste prix» auquel l'OPA doit être lancée.

- Application des règles en matière d'OPA

En Estonie, l'initiateur, l'émetteur cible et les personnes agissant de concert avec celui-ci sont tenus de s'abstenir d'effectuer toute opération susceptible de causer une fluctuation inhabituelle du prix des actions de la cible pendant la durée de l'offre publique.

Au Royaume-Uni, les personnes agissant de concert sont traitées comme une seule entité dans le cadre d'une OPA visant les titres d'une société cotée. Quand une entreprise entre dans une période d'offre, toutes les personnes détenant 1 % ou plus de toute catégorie d'actions d'une société cible sont tenues de publier cette information. Les personnes détenant moins de 1 %, mais qui agissent de concert avec une autre personne telle que la participation agrégée entre les parties est égale ou supérieur à 1 % doivent procéder à la

même publication d'informations. Toute transaction effectuée par l'une de ces personnes pendant la période d'offre doit être rendue publique.

- Autres procédures boursières

En Bulgarie, la POSA accorde un certain nombre de droits aux actionnaires, indépendamment d'une prise de contrôle, en particulier:

- les actionnaires qui acquièrent plus de 90 % des voix à l'assemblée générale sont autorisés présenter une offre pour l'achat des actions détenues par le reste des actionnaires;
- les actionnaires qui acquièrent, à la suite d'une offre publique d'achat, plus de 95 % des voix à l'assemblée générale se voient accorder un droit de *squeeze-out*.

Préconisation 19: FAIRE PESER UNE RESPONSABILITE SOLIDAIRE SUR LES ACTIONNAIRES CONCERTISTES

La responsabilité solidaire des actionnaires agissant de concert étant une évidence pour la totalité des États membres de l'UE du moins en ce qui concerne les obligations relatives à la propriété des titres de capital (et ce grâce au droit de l'UE qui a harmonisé les règles boursières en matière d'OPA), il ne reste plus qu'à faire de même pour les obligations relevant davantage du droit des sociétés et tenant à leur qualité d'associé titulaire d'un droit de vote.

B) Obligations issues du droit des sociétés

Comme on a pu le voir au travers de la présente étude, les obligations qui s'imposent aux actionnaires à raison de leur qualité d'associé (titulaire d'un droit de vote) sont relativement peu nombreuses (comparées à celles auxquelles les actionnaires doivent faire face en tant que propriétaires d'un titre de capital).

Pour autant, le droit de l'UE devrait faire preuve de cohérence et insuffler l'idée selon laquelle de la dimension collective qui résulte de la formation d'un «groupe» composé d'actionnaires agissant de concert doit être prise en compte dans les DEUX cas (que l'actionnaire soit perçu comme un propriétaire de capital ou comme un associé doté d'un droit de vote).

En France, l'article L. 233-10 du code de commerce (qui s'applique aussi bien aux sociétés cotées qu'aux sociétés non cotées) pose le principe général de la responsabilité solidaire des membres d'un concert à l'égard des obligations qui leurs sont faites par les lois et les règlements, sans limiter le champ d'application de cette référence, qui peut donc concerner potentiellement l'ensemble des dispositions du droit des sociétés traitant des obligations s'imposant aux actionnaires.

- Contrôle conjoint

Il peut sembler relativement naturel que les actionnaires disposant d'un contrôle majoritaire sur la société au travers d'un accord constitutif d'une action de concert soient soumis aux mêmes obligations que celles qui pèsent sur tous les actionnaires majoritaires.

Ainsi, en République tchèque, les personnes engagées dans une action concertée doivent satisfaire conjointement et solidairement aux obligations en résultant. Si les actionnaires agissant de concert détiennent conjointement la majorité des droits de vote de la société, ils sont considérés comme des personnes qui la contrôlent et ne peuvent pas exercer leur influence pour adopter une mesure ou conclure un accord qui peut causer des dommages à la propriété à la société contrôlée, à moins que (i) les personnes à l'origine de tels dommages n'y mettent fin au plus vite, ou que (ii) dans le même délai un accord soit conclu, stipulant la

période appropriée au cours de laquelle la personne qui contrôle est tenue de réparer/faire cesser de tels dommages et comment elle compte s'y prendre.

En Pologne, en cas d'action de concert conduisant ses membres à acquérir une position dominante, tous les règlements concernant les obligations de la société dominante s'appliqueraient (par exemple la notification à l'entreprise d'une position dominante) (article 4 § 1 point 4 du code des sociétés de commerce). Ce serait par exemple le cas si l'actionnaire, en vertu de l'accord avec une autre entité (agissant de concert), détiendrait, directement ou indirectement, la majorité des voix à l'assemblée générale ou au conseil d'administration d'une autre société ou a le pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance d'une autre société.

- Conflits d'intérêts

Si l'un des membres d'une action de concert est concerné par un conflit d'intérêt l'opposant à la société (cf. **notion d'intérêt social** développée ci-dessus), il apparaît naturel que les obligations qui pèsent sur lui à raison de cette situation (dans laquelle la primauté de l'intérêt social doit être préservée) soient étendues à l'ensemble des autres concertistes qui sont présumés partager ses intérêts.

En Belgique, la qualification de «personnes agissant de concert» entraîne ainsi l'interdiction de l'augmentation de capital en nature décidée par le conseil au profit d'un actionnaire existant qui dépasse 10 %: les titres détenus par les personnes agissant de concert avec l'apporteur sont pris en compte pour le calcul du seuil.

En République tchèque, il nous a été indiqué que - dans certains cas particuliers - les actionnaires agissant de concert ne peuvent exercer leurs droits de vote si au moins l'un d'eux est interdit de voter. L'interdiction de vote s'applique lorsque l'assemblée générale décide si l'actionnaire doit être déchargé d'une obligation ou démis de ses fonctions en tant que membre d'un organe de la société pour avoir manqué à ses obligations lors de l'exécution de ces fonctions.

On pourrait également s'interroger sur la nécessité d'interdire aux actionnaires salariés agissant de concert de participer au vote sur la mise en place d'un plan d'actionnariat salariés dont ils seraient les principaux bénéficiaires.

Cette approche - **révolutionnaire** pour la plupart des États membres de l'UE (y compris pour ceux qui - comme la France - ont pourtant déjà amorcé la diffusion de l'idée de concert dans le monde des sociétés non cotées, notamment au travers de la notion de contrôle conjoint qui concerne potentiellement toutes les sociétés), conduirait notamment à généraliser les interdictions de vote à l'intérieur d'un concert.

Elle n'est envisageable qu'à la condition de clairement distinguer selon que la situation de conflit avec l'intérêt social tient à la position personnelle (*intuitu personae*) de l'actionnaire membre du concert ou si elle implique l'ensemble des concertistes compte tenu (i) de l'opération projetée et (ii) de son intégration dans le cadre de la politique commune affichée par le concert (voir ci-dessus).

Préconisation 20 : PAS DE SOLIDARITE SANS POLITIQUE COMMUNE

Le principe gouvernant les groupes d'actionnaires agissant de concert doit être que leurs membres sont solidairement responsables du respect des obligations que le droit des sociétés fait peser sur des actionnaires individuels, mais uniquement si le comportement concerné relève de la démarche collective (en s'inscrivant notamment dans la politique commune des concertistes) et non pas d'une initiative personnelle isolée.

PRECONISATION GENERALE SUR LES ACTIONNAIRES AGISSANT DE CONCERT

La responsabilité solidaire des membres d'un concert (à l'égard des obligations qui leurs sont faites par les lois et les règlements) est une dimension essentielle de la notion d'action de concert, car c'est elle qui permet de lui donner potentiellement une **influence structurelle** sur le droit des sociétés, en forçant ce dernier à prendre en compte la dimension collective des groupements d'actionnaires, non plus seulement en leur accordant des *droits* dès lors qu'ils totalisent – à plusieurs – certains pourcentages considérés comme significatifs (généralement entre 5 % et 10 % selon les États membres), mais aussi en les soumettant ensemble aux mêmes *obligations* dès lors que leurs intérêts communs sont impliqués.

3.3 SYNTHÈSE : LA NOTION DE GROUPE DE SOCIÉTÉS

A PROPOS DU GROUPE DE SOCIÉTÉS

Il ne s'agit pas ici de plaider en faveur de la mise en place au niveau de l'UE d'un véritable «droit des groupes» à l'instar de ce qui peut exister en Allemagne notamment, mais simplement de tirer les conséquences logiques de la combinaison entre d'une part la primauté de l'«intérêt social» et d'autre part la prise en compte de la dimension collective au travers de l'action de concert réunissant plusieurs actionnaires.

On retrouve d'ailleurs des interrogations similaires au niveau national, comme aux Pays-Bas, où il existe un débat quant à la conception de la société, en tant qu'unité économique ou juridique, sachant que la notion d'objectif de groupe pourrait permettre de le dépasser.

Cette piste avait d'ailleurs été dégagée par le groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés, qui s'était prononcé en faveur de la reconnaissance au sein de l'UE de la notion d'«intérêt de groupe»; ce qui suppose naturellement qu'on sache précisément en quoi consiste le «groupe» auquel on se réfère.

- La notion d'«intérêt de groupe»

La définition d'un intérêt de groupe résulte immédiatement de la combinaison entre la reconnaissance de la primauté de l'intérêt social et celle de l'action de concert: lorsque la société s'intègre dans un ensemble plus vaste (le «groupe») composé d'entités liées les unes aux autres par des liens capitalistiques et de contrôle (si bien que les membres du groupe sont tous actionnaires les uns des autres) et qui pratiquent une «politique commune» bien identifiée qui fait d'elles des concertistes, alors son propre intérêt doit s'interpréter à la lumière de celui du concert (groupe) auquel elle appartient.

Comme dans la relation entre l'intérêt social et l'intérêt individuel des actionnaires, il ne s'agit pas de faire systématiquement triompher le premier sur le second, mais bien de reconnaître qu'en cas de conflit – et hors cas d'abus caractérisé – l'insert de la collectivité (ici du «groupe») doit logiquement l'emporter pour le bien du plus grand nombre, avec l'objectif d'encourager le développement économique de l'ensemble le plus large (qui ne se confond pas avec celui de la tête de groupe, exactement comme l'intérêt social va bien au-delà de celui des actionnaires majoritaires ou des dirigeants).

Cette idée avait déjà été avancée en 2002 par le Groupe d'experts de haut niveau en droit des sociétés, dont le rapport traitait des «contradictions entre intérêts du groupe et ceux de ses parties» en relevant que certains États membres ne reconnaissent pas les intérêts d'un groupe en tant que tel, alors que les réponses apportées dans le cadre de consultation sont favorables à la constitution de groupes, considérées comme économiquement légitimes, même s'il est indispensable de protéger certains intérêts

Or, la reconnaissance de la légitimité des groupes devrait en fait déboucher sur une prise en compte appropriée de la situation spéciale que crée l'appartenance à un groupe. Dans plusieurs États membres, une opération effectuée au profit du groupe n'est légitime que si le préjudice subi par une société particulière est compensé par d'autres avantages.

C'est pourquoi le Groupe d'experts formulait à cet effet la recommandation suivante³⁸: «Les États membres devraient être tenus de mettre en place une règle-cadre couvrant les groupes qui permettrait aux dirigeants des sociétés appartenant à un groupe d'adopter et de mettre en œuvre une politique de groupe coordonnée, pour autant que les intérêts des créanciers de

³⁸ (voir p. 113)

leurs sociétés soient effectivement protégés et qu'un juste équilibre entre les intérêts des différents actionnaires soit garanti dans la durée».

Le Groupe de réflexion n'a pu que constater (pour le regretter) qu'en dix ans, rien n'avait été fait au niveau européen pour avancer sur l'«*intérêt de groupe*», alors que c'est objectivement un terrain privilégié pour harmoniser les pratiques de gouvernement d'entreprise au sein de l'UE.

C'est en Allemagne que la notion de «groupe» connaît la reconnaissance législative la plus aboutie, laquelle a ensuite pu servir de modèle à d'autres pays s'inspirant de l'exemple allemand.

Ainsi, en droit des sociétés hongrois, les membres responsables de la gestion d'une société doivent - en règle générale - donner la priorité aux intérêts de la société dans l'exercice de leurs fonctions.

Toutefois, dans le cas d'une «société contrôlée», les dirigeants de la société contrôlée doivent effectuer - en conformité avec le contrat de contrôle - la gestion de l'entreprise en donnant la priorité aux **intérêts du «groupe reconnu des entreprises»** dans son ensemble.

En Grèce, l'interdiction et la restriction des **conventions réglementées** (voir ci-dessus) **ne s'appliquent pas** aux accords entre entreprises affiliées qui établissent des **comptes consolidés** (tel que prévu à l'article 90 de la loi 2190/1920).

Dans d'autres pays, comme la France, la notion de «groupe» est plutôt d'origine jurisprudentielle, pour résoudre les difficultés posées par la répression du délit d'abus de biens sociaux (ABS) dans le cas de groupes de sociétés intégrées dont les unes peuvent être conduites à utiliser les biens appartenant aux autres.

Dans l'arrêt Rozenblum, rendu le 4 février 1985 par la Chambre criminelle de la Cour de cassation, celle-ci a estimé que les avances et cautionnements faits par diverses sociétés n'étaient pas justifiés dans le cadre du groupe, et qu'ils caractérisaient par conséquent un ABS, au motif qu'il n'existait aucun lien véritable entre les diverses sociétés ni de structure juridique de nature à caractériser l'existence d'un groupe.

A cette occasion, la Cour a donné une définition globale du «groupe» comprenant trois critères cumulatifs, en l'absence desquels le principe de justification ne peut pas être admis:

- Les sociétés doivent appartenir au même groupe (l'existence d'une structure, d'un intérêt commun et d'une stratégie de groupe)
- Les sacrifices imposés à une ou plusieurs sociétés ne doivent pas être consentis sans contrepartie et;
- Ces obligations ne doivent pas dépasser les possibilités financières de la société qui les supporte et être justifiés par des impératifs économiques.

En Belgique, l'**octroi de garanties entre sociétés liées** sera autorisé si les conditions suivantes sont réunies (ce qui doit être évalué au cas par cas, avec un contrôle marginal de la cour):

- les parties sont entièrement intégrées au sein d'un groupe;
- la transaction répond à l'objet social de la caution;
- la transaction répond à l'«intérêt social», à savoir (i) que le garant tire un avantage de l'octroi des garanties et (ii) que le montant garanti n'est pas disproportionné par rapport aux moyens financiers à la disposition du garant ou de l'avantage qu'il tirera de l'opération.
-

Il est vrai qu'en droit belge, la notion de groupe reste incohérente ou mal définie. Pourtant, malgré l'exigence principale pour chaque société (d'un groupe) de toujours agir dans son propre intérêt d'entreprise, la doctrine juridique et la jurisprudence ont au fil du temps

accepté qu'un **intérêt de groupe**, défini comme «l'intérêt collectif des entreprises conjointes qui font partie du groupe», puisse se substituer, sous certaines conditions, à l'intérêt spécifique d'une société membre du groupe.

Ainsi, une société belge ne peut pas - en règle générale - grever ses biens ou se contraindre dans la perspective de favoriser le bénéfice de sa société mère. Bien que la jurisprudence soit limitée sur les garanties en amont, des droits de sécurité ont été confirmés sous certaines conditions (voir ci-dessous).

Par ailleurs, des règles spécifiques sont prévues dans le cadre de (i) l'équilibre des intérêts intra-groupe et (ii) une aide financière. Dans la mesure où une société mère semble être nommée directeur de sa filiale, cette société mère doit divulguer aux autres administrateurs de la filiale si elle a un intérêt patrimonial en conflit avec une décision ou si une transaction doit être décidée par le conseil d'administration (article 523 CBS).

Une telle divulgation, ainsi que celle de ses motifs de justification, doivent être incluses dans les procès-verbaux du conseil d'administration.

Dans les sociétés NV / SA cotées, l'administrateur concerné est empêché de participer aux délibérations et de voter à la réunion du conseil sur cette décision ou sur la décision de transaction. Cette procédure de conflit d'intérêt s'applique, par exemple, lorsque le conseil d'administration décide de conclure un accord avec la société mère.

Notons que cette procédure ne s'applique pas si (1) la décision du conseil d'administration se rapporte à des décisions ou transactions entre entreprises (a) dont l'une possède au moins 95% des droits de vote dans l'autre ou (b) dont 95% des droits de vote appartiennent à une autre entreprise et / ou si (2) la décision du conseil d'administration se rapporte à une transaction habituelle, conclue dans des conditions normales de marché et qui bénéficie de garanties semblables à celles qui sont couramment mises en place pour ce genre de transactions.

Préconisation 21: FAIRE PRIMER L'INTERET DU GROUPE SUR CELUI DE SES MEMBRES

L'intérêt collectif (tel qu'il peut s'apprécier au sein d'une action de concert réunissant plusieurs actionnaires d'une même société) partagé par plusieurs sociétés liées entre elles par un lien de contrôle (voire de détention ultra-majoritaire du capital à plus de 95% par exemple) doit primer à l'intérieur du groupe ainsi composé de la même façon que l'intérêt social pour une société.

- La formalisation du «groupe»

Pour que l'**intérêt de groupe** puisse être appréhendé comme une «référence» (standard), encore faut-il que le groupe lui-même soit une donnée de base, ce qui suppose que sa formation et sa composition soient établies et connues.

Il faut donc que le groupe – notamment par l'intermédiaire de la société qui est à sa tête mais on peut faire peser une responsabilité solidaire sur l'ensemble de ses membres (comme à l'intérieur d'un concert – lequel est d'ailleurs fréquemment présumé en présence d'un groupe intégré de sociétés) - accepte de se révéler.

Le Groupe d'experts de haut niveau réuni en 2002 était d'ailleurs arrivé à la même conclusion, en constatant qu'il ressortait des réponses à la consultation publique que c'était dans le domaine de la transparence que le besoin d'une initiative était particulièrement ressenti.

La consultation avait ainsi confirmé que les dispositions actuelles de la septième directive "droit des sociétés" ne prenaient pas suffisamment en compte ces préoccupations, des améliorations de l'information fournie étant préconisées dans plusieurs domaines.

Le Groupe a par conséquent estimé qu'il y avait lieu d'assurer une meilleure information en ce qui concerne la structure et les relations des groupes, la fourniture d'information devant revêtir un caractère obligatoire dans certains domaines.

C'est pourquoi il a formulé un certain nombre de recommandations relatives à la «**Transparence des structures et relations de groupes**»:

«Il faut améliorer l'information fournie sur la structure et les relations des groupes, et la société mère de chaque groupe doit être tenue de fournir une information cohérente et exacte. La Commission devra réexaminer les dispositions de la septième Directive "droit des sociétés" au vu de la nécessité de renforcer les obligations d'information financière, en évaluant si ces améliorations peuvent être rendues compatibles avec les normes comptables internationales. En ce qui concerne l'information non financière, il conviendra de veiller, en particulier lorsque des sociétés cotées sont concernées, à ce que le marché et le public en général puissent disposer d'une image claire de la structure de gouvernement du groupe, y compris pour ce qui concerne les participations croisées et les éventuels pactes d'actionnaires. En outre, les sociétés pourraient être dans l'obligation de fournir des informations spécifiques à l'occasion de leur entrée ou de leur sortie d'un groupe».

De même, le Groupe de réflexion sur l'avenir du droit européen des sociétés a lui-aussi consacré d'importants développements sur la question de la transparence concernant les groupes. On pourra utilement renvoyer ici aux paragraphes consacrés à l'identification des actionnaires significatifs, ainsi qu'à celle des membres d'une action de concert, puisque les entités composant un groupe répondent aux mêmes caractéristiques.

En Hongrie, toute société qui est tenue d'élaborer des rapports annuels consolidés conformément à la Loi sur la comptabilité (membre dominant) et toute société en commandite par actions ou société à responsabilité limitée, sur laquelle le membre dominant exerce effectivement une influence dominante en fonction de la Loi sur la comptabilité (société contrôlée) peut décider de conclure un **contrat de commande** afin d'unir leurs forces dans la poursuite de leurs intérêts commerciaux communs et continuer à fonctionner sous la forme d'un groupe reconnu.

Les sanctions encourues pourraient être semblables à celles que l'on rencontre déjà en matière d'identification des actionnaires.

Selon la loi polonaise, une entreprise en position dominante ne peut pas exercer ses droits de vote lorsqu'elle a omis de notifier la relation de dominance (dans certaines circonstances) à la société qui en dépend dans les deux semaines à partir du jour où cette relation existe. Il résulte d'une telle omission la suspension des droits de vote attachés aux actions détenues par la société dominante, représentant plus d'un tiers du capital social de la société dépendante (article 6 § 1 de Commercial Code des sociétés).

Préconisation 22: FORCER LES GROUPES A SE DECLARER

A l'instar des actionnaires agissant de concert, les sociétés appartenant à un groupe intégré doivent révéler son existence (sa composition, sa politique, etc.), afin de permettre la prise en compte de leur intérêt de groupe dans l'arbitrage susceptible d'être effectué au niveau de leurs droits et obligations vis-à-vis des autres actionnaires et des sociétés du groupe.

PISTES DE REFLEXION

- Tout d'abord, cela pourrait en outre contribuer à donner une **dimension supra-nationale** à certains grands principes de droit européen des sociétés qui pourraient ainsi s'appliquer au sein de groupes multinationaux, indépendamment de la nationalité des sociétés membres, mais sans préjudice naturellement de la capacité d'interprétation et d'adaptation qui serait conservée par les juridictions nationales compétentes, auxquelles il reviendrait de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires (hors groupe) et des créanciers.
- Ensuite, cela pourrait conduire à élever **le niveau de matérialité des informations** considérées comme «privilégiées» et nécessitant par conséquent une diffusion immédiate au public, de façon à moins se concentrer sur les données *price sensitive* au niveau de telle ou telle entité cotée (membre du groupe) pour ne retenir que les éléments véritablement importants, susceptibles d'avoir un impact sur l'appréciation à long terme de la valeur du «groupe».
- Enfin, une étape (*ultérieure*) pourrait consister dans la reconnaissance de **la notion d'associé d'un «groupe»** à l'égard duquel un actionnaire (présent au capital de l'une des entités du groupe, par exemple de la société mère si les filiales sont détenues à près de 100%) pourrait faire valoir des droits (à l'information par exemple) mais aussi – à titre de réciprocité – accepter de se reconnaître débiteur d'obligations.

CONCLUSION GENERALE

Au terme de cette étude consacrée aux droits et obligations des actionnaires au sein de l'Union européenne, nous avons identifié deux axes selon lesquels le droit européen des sociétés pourrait se développer à l'avenir, afin de **dégager globalement de la valeur**, à la fois pour l'actionnaire (titulaire de ces droits) et pour la société émettrice envers laquelle il a des obligations.

Nos préconisations visent à favoriser l'obtention d'un juste équilibre entre les droits et les obligations des actionnaires, afin d'en améliorer l'efficacité juridique. Elles s'articulent essentiellement autour de **deux lignes de force**:

LA PRIMAUTE DE L'INTERET SOCIAL (Préconisations 1-10)

Il s'agirait, par un instrument contraignant au niveau de l'UE (directive), de définir au niveau européen l'intérêt social comme l'**intérêt de la personne morale** elle-même, en laissant les différents Etats membres fixer eux-mêmes les contours exacts de cette notion, par la loi et/ou la jurisprudence, en fonction de leurs traditions juridiques locales.

Dès lors que sa **primauté** est unanimement reconnue, peu importe en effet qu'il subsiste des différences d'un pays à l'autre quant à la définition du périmètre de l'intérêt social. S'il peut notamment s'apprécier au regard des intérêts de TOUS les actionnaires («actuels» mais aussi «futurs») car cela permet de réconcilier les deux dimensions susmentionnées, l'important est surtout que – par définition – il englobe (et donc dépasse) la **combinaison des intérêts particuliers** des différentes parties prenantes.

LA POSSIBILITE D'AGIR DE MANIERE CONCERTEE (Préconisations 11-20)

Il s'agirait, par le même instrument, de faire en sorte que le droit européen des sociétés prenne en compte la **dimension collective** des groupements d'actionnaires, en leur reconnaissant des *droits* dès lors qu'ils totalisent – à plusieurs – certains pourcentages considérés comme significatifs, mais aussi en les soumettant ensemble aux mêmes *obligations*, en faisant peser une responsabilité solidaire sur *tous* les membres d'une action de concert, dès lors que leurs intérêts communs sont impliqués.

A côté de ces deux grandes lignes, cet instrument juridique susvisé devrait intégrer également :

LA NOTION DE GROUPE DE SOCIETES (Préconisations 21-22)

En effet, il résulte de la **combinaison** des deux lignes de force susvisées qu'il faut naturellement tenir compte du fait que certains actionnaires majoritaires peuvent également être des sociétés: celles-ci sont elles-mêmes dotées de leur propre intérêt social (si bien qu'il faut trouver le moyen de hiérarchiser l'ensemble de ces intérêts sociaux au sein du groupe) et elles sont par ailleurs présumées agir de concert avec les sociétés qu'elles contrôlent (ce qui peut les conduire à être solidairement responsables à l'égard des minoritaires).

BIBLIOGRAPHIE

- **Principes de gouvernement d'entreprise de l'Union européenne et internationaux**

- EcoDa, Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe, March 2010.
- European Banking Authority, *Guidelines on Internal Governance*, 27 September 2011.
- OECD, Principles of Corporate Governance, 2004.

- **Codes de gouvernance d'entreprise nationaux**

Allemagne

- Government Commission, *German Corporate Governance Code*, as amended on 26 May 2010.
- German Working Group on Corporate Governance for Asset Managers, *Corporate Governance Code for Asset Management Companies*, April 2005.

Autriche

- Austrian Working Group on Corporate Governance, *Austrian Code of Corporate Governance*, January 2010.

Belgique

- Corporate Governance Committee, *The 2009 Belgian Code on Corporate Governance*, 12 mars 2009.
- Corporate Governance Committee for non-listed companies, *Buyse Code II – Recommendations for non-listed enterprises*, 2009.

Bulgarie

- "Task Force", Bulgarian National Code for Corporate Governance, October 2007.

Chypre

- Council of the Cyprus Stock Exchange, *Corporate Governance Code*, September 2009.

Danemark

- Committee on Corporate Governance, *Recommendations on Corporate Governance*, August 2011.
- NASDAQ OMX Copenhagen A/S, *Rules for issuers of shares*, 1 October 2011.

Espagne

- Spanish Securities and Exchange Commission, Report of the Special working group on the Good governance of listed companies, 19 May 2006.
- Spanish Association of Investment and Pension Funds, *Advertising Code of conduct*, 1998.

Estonie

- Financial Supervision Authority, Tallin Stock Exchange, *Corporate Governance Recommendations*, 2005.

- Baltic Institute of Corporate Governance, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the Baltics*, July 2011.
- Baltic Institute of Corporate Governance, *Baltic Guidance on the Governance of Government-owned Enterprises*, 2010.

Finlande

- Securities Market Association, *Finnish Corporate Governance Code*, 15 June 2010.
- Finland Central Chamber of Commerce of Finland, *An Agenda for Improving Corporate Governance of Unlisted Companies*, January 2006.

France

- AFEP, MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, avril 2010.
- Association française de gestion financière, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, 2008.
- AMF, *Recommandation AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP/MEDEF*, février 2012.
- MiddleNext, *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, décembre 2009.

Grèce

- Hellenic Federation of Enterprises, *Corporate Governance Code for Listed Companies*, March 2011.

Hongrie

- Corporate Governance Committee of the Budapest Stock Exchange Company Limited by Shares, *Corporate Governance Recommendations*, 11 March 2008.
- American Chamber of Commerce, *AmCham Position Brief No. V*, 27 April 2007.

Irlande

- Irish Stock Exchange, *The Irish Corporate Governance Annex*, 12 July 2011.
- Department of Finance, *Code of Practice for the Governance of State Bodies*, 4 October 2001.
- Central Bank of Ireland, *Corporate Governance Code for Credit Institutions and Insurance Undertakings*, 8 November 2010.
- Central Bank of Ireland, *Corporate Governance Code for Captive Insurance and Captive Reinsurance Undertakings*, 16 August 2011.
- Irish Funds Industry Association, *Corporate Governance Code for Irish Domiciled Collective Investment Schemes*, 14 December 2011.
- Corporate Governance Association of Ireland, *Code of Corporate Governance for Independent Directors of Investment Funds*, January 2010.

Italie

- Corporate Governance Committee, *Corporate Governance Code*, December 2011.
- Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo, *Regulation concerning internal controls, risk management, compliance and the outsourcing of activities of insurance undertakings*, 26 March 2008.

- Banca d'Italia Eurosystema, Supervisory Provisions concerning Banks Organization and Corporate Governance, 2011.

Lettonie

- NASDAQ OMX Riga A/S, *Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation*, May 2010.
- Baltic Institute of Corporate Governance, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the Baltics*, July 2011.
- Baltic Institute of Corporate Governance, *Baltic Guidance on the Governance of Government-owned Enterprises*, 2010.

Lituanie

- National Stock Exchange of Lithuania, *The Corporate Governance Code for the Companies Listed on the National Stock Exchange of Lithuania*, 14 January 2009.

Luxembourg

- Bourse de Luxembourg, *The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange*, 1 October 2009.
- Association of the Luxembourg Fund Industry, *Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds*, September 2009.
- The Luxembourg Bankers' Association, *Code of conduct*, 7 May 2009.

Pays-Bas

- Corporate Governance Committee, *The Dutch Corporate Governance Code*, December 2008.
- Dutch Banking Association, *Banking Code*, September 2009.
- Eumedion, *Recommendations on executive remuneration*, 25 October 2006.

Pologne

- Warsaw Stock Exchange, *Code of Best Practice for WSE Listed Companies*, 18 October 2011.
- Chamber of Fund and Asset Management, Pension Funds' of Chamber of Commerce, *Code of Good Practices of Institutional Investors*, 24 October 2006.

Portugal

- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Consolidation of the Legal Framework and Corporate Governance Code*, 2010.

République tchèque

- Czech National Bank, *Corporate Governance Code Based on the OECD Principles*, June 2004.

Roumanie

- Bucharest Stock Exchange, *Corporate Governance Code*, 2008.

Royaume-Uni

- Financial Reporting Council, *UK Corporate Governance Code*, June 2010.
- Financial Services Authority, *Listing Rules*, January 2012.
- Financial Services Authority, *Disclosure and Transparency Rules*
- Quoted Companies Alliance, *Guidelines for Smaller Quoted Companies*, September 2010.

- Financial Services Authority, *Remuneration Code*, January 2012.
- Financial Reporting Council, *Guidance on Board Effectiveness*, March 2011
- Financial Reporting Council, *Guidance on Audit Committee*, December 2010.
- Financial Reporting Council, *Going Concern and Liquidity Risk: Guidance for directors of UK companies*, 2009
- Financial Reporting Council, *Internal Control: Guidance to Directors*, October 2006.
- Financial Reporting Council, *UK Stewardship Code*, July 2010.
- National Association of Pension Funds, *Corporate Governance Policy and Voting Guidelines*, November 2010.

Slovaquie

- Central European Corporate Governance Association, *Corporate Governance Code for Slovakia*, January 2008.

Slovénie

- BORZA, Slovenian Directors' Association, Managers' Association of Slovenia, *Corporate Governance Code*, 8 December 2009.

Suède

- Swedish Corporate Governance Board, Swedish Securities Council, *The Swedish Code of Corporate Governance*, 1 February 2010.
- NASDAQ OMX Stockholm, *Rule Book for Issuers*, 1 January 2011.
- Swedish Investment Fund Association, *Code of conduct for fund management companies*, 17 February 2010.

• Études et rapports de l'Union européenne (Parlement européen, Commission, autres)

- Parlement européen, Commission «ECON», *Workshop on Banks' Remuneration Rules (CRD III): Are they implemented and do they work in practice?*, 2012.
- Parlement européen, Commission «FEMM», *Gender Quotas in Management Boards*, 2012.
- Parlement européen, Commission «FEMM», *The policy on gender equality in Denmark*, 2011.
- Parlement européen, Commission «FEMM», *Spanish policy on gender equality: relevant current legislation and policies*, 2009.
- Commission européenne, Direction Générale Justice, *Les femmes dans les instances de décision économique au sein de l'UE: Rapport de suivi*, 2012.
- Weil, Gotshal & Manges, On behalf of the European Commission Internal Market Directorate General, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, January 2002.
- High Level Group of Company Law Experts, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 4 November 2002.
- High-Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report*, 25 February 2009.
- Reflection Group On the Future of EU Company Law, *Report*, 5 April 2011.
- European Corporate Governance Forum, *Annual Report*, October 2011.

- **Autres études et rapports**

- AMF, Rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, décembre 2011.
- ANDERSEN (P. K.), *The European Model Company Act – A tool for European Integration* (Conference reader of Conference "European Company Law: The Way Forward", Brussels, 16-17 May 2011).
- Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, February 2006.
- CONCHON (A.), Board-level employee representation rights in Europe – Facts and trends, ETUI, 2011.
- Ernst & Young, Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises, 9^e éd., octobre 2011.
- GOMEZ (P.-Y.), Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises, mars 2009.
- GOMEZ (P.-Y.), GUEDRI (Z.), Rapport sur les entreprises faisant référence au code de gouvernance MiddleNext pour l'exercice 2010, Les publications de l'IFGE, octobre 2011.
- Institut Français des Administrateurs, *Pratiques internationales de gouvernance – Une approche comparative* (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Pays-Bas), mars 2005.
- Institut Français des Administrateurs, *Pratiques internationales de gouvernance – Une approche comparative* (Italie, Espagne, Finlande, Suède, Canada, Chine), novembre 2006.
- Institut Français des Administrateurs, European Professional Women's Network, Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises, *L'accès et la représentation des femmes dans les organes de gouvernance d'entreprise*, septembre 2009.
- International Corporate Governance Network, *ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles*, July 2005.
- KLUGE (N.), VITOLS (S.), *The crisis: catalyst for stronger worker participation in corporate governance?*, Summary of the report of the SEEUROPE Network (Conference reader of 24-25 November 2010 Conference), ETUI.
- MAGNIER (V.), Rapprochement des droits dans l'Union européenne et viabilité d'un droit commun des sociétés, LGDJ, 1999.
- McKinsey & Company, *Women at the top of corporations: Making it happen*, 2010.
- OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis – Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24 February 2010.
- OECD, *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, 2 July 2009.
- OECD, *Corporate Governance Board Practices – Incentives and Governing Risks*, 2011.
- OECD, *State-Owned Enterprise Governance Reform – An Inventory of Recent Change*, 2011.
- PACLOT (Y), de BEAUFORT (V.) (sous la direction de), POINET (Cl.), *La gouvernance d'entreprise en Allemagne*, Université Paris XI (Faculté Jean Monnet), 2006.

- PORTIER (Ph.), *Le Code de Gouvernement d'Entreprise MiddleNext pour les Valeurs Moyennes et Petites*, illustration concrète des conceptions contemporaines de la gouvernance d'entreprise, Mélanges Jeantet, mars 2010.
- RiskMetrics Group, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 September 2009.
- STOLLT (M.), WOLTERS (E.), *Worker involvement in the European Company, (SE) – A handbook for practitioners*, ETUI, 2011.
- Weil, Gotshal & Manges, *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: Investor Viewpoints*, 2000.
- Weil, Gotshal & Manges, *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice – Developing and Emerging Markets*, 2000.
- Weil, Gotshal & Manges, *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice – Developed Markets*, 2001.
- Weil, Gotshal & Manges, *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice – The Americas, Europe, Asia, Africa, Australia*, September 2008.

- **Ouvrages**

- BADA (B.), DELVAUX (T.), FAYT (A.), GOL (D.), PASTEGER (D.), THIRION (N.), *Droit international et européen des sociétés*, Larcier, 2009.
- de BEAUFORT (V.), *Gouvernance d'entreprise en Europe*, Economica, 2007.
- BISSARA (P.), FOY (R.), DE VAUPLANE (A.), *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées – Conseils et comités*, Joly Éditions, 2007.
- CABY (J.), HIROGOYEN (G.), *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*, 3e éd., Economica, 2005.
- CALKOEN (W. J. L.), *The Corporate Governance Review*, Law Business Research, 2011.
- CAUSSAIN (J.-J.), *Le gouvernement d'entreprise – Le pouvoir rendu aux actionnaires*, Litec, mars 2005.
- CHAMPAUD (C.), *Manifeste pour la doctrine de l'entreprise – Sortir de la crise du financialisme*, Larcier, 2011.
- CHARREAUX (G.), WIRTZ (P.), *Gouvernance des entreprises – Nouvelles perspectives*, Economica, 2006.
- CHARVERIAT (A.), COURET (A.), ZABALA (B.), *Sociétés commerciales*, Mémento pratique Francis Lefèbvre, 2012.
- Centre de Recherche sur le Droit des Affaires, *La direction des sociétés anonymes en Europe – Vers des pratiques harmonisées de gouvernance ?*, Litec, décembre 2008.
- COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, LexisNexis, 2011.
- DIDIER (P.), DIDIER (Ph.), *Les sociétés commerciales*, Economica, 2011.
- GERMAIN (M.), MAGNIER (V.), *Les sociétés commerciales*, Tome 2, LGDJ, 2011.
- Getting the Deal Through, *Corporate Governance – Board structures and directors' duties in 34 jurisdictions worldwide*, Law Business Research, 2011.
- HELLER (K.), LÖBER (H. H.), BAHN (G.), HUBER (W.), HORVATH (G. J.), *Austrian Business Law – Legal, Accounting and Tax Aspects of Business in Austria*, Manz.
- LE CANNU (P.), DANDERO (B.), *Droit des sociétés*, Montchrestien, 2011.
- MAGNIER (V.) (sous la direction de), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, 2010.
- MARTIN LAPRADE (F.), *Concert et contrôle, Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Coll. Pratique Affaires, Editions Joly (2007).
- MENJUCQ (M.), *Droit international et européen des sociétés*, Montchrestien, 3^e éd., 2011.
- MERLE (Ph.), FAUCHON (A.), *Sociétés commerciales*, Dalloz, 15^{ème} éd., 2011.
- MOUZOULAS (S.), *Corporate Governance, International Experience*, Greek Reality, Sakkoulas, 2003.
- MUSTAKI (G.), ENGAMMARE (V.), *Droit européen des sociétés*, Bruylant, 2009.
- NURIT-PONTIER (L.), ROUSSEAU (S.), *Risques d'entreprise: quelle stratégie juridique ?*, LGDJ, 2012.

- REICH (R.), *Supercapitalisme*, Vuibert, 2007.
- RODIÈRE (P.), *Droit social de l'Union européenne*, LGDJ, septembre 2008.
- SEGRESTIN (B.), HATCHNEL (A.), *Refonder l'entreprise*, Seuil, février 2012.
- TANDEAU de MARSAC (V.), *Guide pratique des entreprises familiales*, Eyrolles, 2011.
- TEYSSIÉ (B.), *Droit européen du travail*, Litec, septembre 2010.
- VITOLS (S.), KLUGE (N.), *The Sustainable Company: a new approach to corporate governance*, ETUI, 2011, Chapter 1, p. 15-37.
- VOGEL (D.), *Le marché de la vertu*, Economica, 2006.

- **Articles**

- ANDERSSON (J.), *Model Business Corporation Act for Europe – The Alternative to Harmonisation by Directives, or?*, January 2004.
- ANSA, *La responsabilité civile des dirigeants de sociétés anonymes*, novembre 2010.
- Bank of Slovenia, *Financial Stability Review*, May 2008.
- de ANDRES-ELEUTERIO VALLELADO (A.), *Corporate governance in banking: The role of the board of directors*, *Journal of Banking & Finance*, 2008, No. 32.
- BAUMS (T.), ANDERSEN (P. K.), *The European Model Company Law Act Project*, Institute for Law and Finance, February 2008.
- BONDIL (F.), *Directoire et conseil de surveillance*, *Joly Sociétés*.
- CANKAR (N.), DEAKIN (S.), SIMONETTI (M.), *The Reflexive Properties of Corporate Governance Codes: The Reception of the "Comply or Explain" Approach in Slovenia*, Economic and Social Research Council Centre for Business Research, Working Papers, 2008.
- CRESPI (R.), GARCÍA CESTONA (M. A.), SALAS-FUMÁS (V.), *The Corporate Governance of Spanish Banks: Does Ownership Matter?*, *Journal of Banking and Finance*, 2004, Vol. 28, p. 2311-2330.
- DAMIJAN (J. P.), GREGORIČ (A.), PRAŠNIKAR (J.), *Ownership Concentration and Firm Performance in Slovenia*, LICOS Discussion Papers, Katholieke Universiteit Leuven, 2004.
- DELEBECQUE (P.), PANSIER (F.-J.), *Conseil d'administration*, *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz.
- DONALD (D. C.), *Approaching Comparative Company Law*, 12 February 2008, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1092452&download=yes.
- GREGORIČ (A.), VESPRO (C.), *Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia*, *Economics of Transition*, Volume 17, No. 1, 2009, available on SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444500.
- GUTIÉRREZ URTIAGA (M.), SÁEZ LACAVE (M. I.), *A Carrot and Stick Approach to Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders*, Law Working Paper No. 138/2010, ECGI, 2010.
- LARRIEUX (P.), *Conseil d'administration et Direction générale – Nomination et statut des administrateurs*, *Joly Sociétés*.
- LARRIEUX (P.), *Conseil d'administration et Direction générale – Présidence du conseil et direction générale*, *Joly Sociétés*.

- LARRIEUX (P.), Conseil d'administration et Direction générale – Fonctionnement et pouvoirs, Joly Sociétés.
- LE CANNU (P.), *Directoire et conseil de surveillance*, Répertoire de droit des sociétés, Dalloz.
- LEECH-MIGUEL C. MANJÓN (D.), *Corporate Governance in Spain*, European Journal of Law and Economics, 2002, Vol. 13, No. 2, p. 157-173.
- MALBERG (J.), SJÖDIN (E.), BRUUN (N.), *The future of EU Company Law and Employee Involvement*, European Journal of Social Law, September 2011, n° 3.
- MALECKI (C.), La synthèse des réponses du Livre vert «Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE»: la soft law et la self-regulation plébiscitées, Bulletin Joly Sociétés, n° 2, 1^{er} février 2012, p. 94.
- MALECKI (C.), Les rémunérations différées des dirigeants dans les groupes de sociétés après la loi TEPA, Bulletin Joly Sociétés, juin 2008, p. 525.
- MALECKI (C.), MAGNIER (V.), *SRI, shareholder activism and corporate governance: an efficient triptych?*, Law and Financial Markets Review, September 2011.
- MARTIN LAPRADE (F.), *Les mécanismes d'intéressement des cadres dirigeants*, Editions EFE (juin 2012).
- MARTIN LAPRADE (F.), *Entente et concert: L'action collective en droit économique*, Etudes en hommage à F.-Ch. Jeantet, Coll. Mélanges, LexisNexis LITEC (2010).
- MARTIN LAPRADE (F.), Action de concert, Juris-classeur Sociétés, Traité, Fasc. 2135 (2009)
- MARTIN LAPRADE (F.), *La rémunération des dirigeants sociaux au travers d'instruments financiers*, Dossier «Les rémunérations et avantages des dirigeants sociaux», Bull. Joly Sociétés n°6, Juin 2008, §117, p. 542 et s.
- MARTIN LAPRADE (F.), PELTIER (F.), *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, Septembre-octobre 2004.
- MARTIN LAPRADE (F.), *Pistes de réflexion vers l'avenir: vers un cadre juridique autonome pour la rémunération des chefs d'entreprise ?* Actes Pratiques, Janvier 2011.
- MARTIN LAPRADE (F.), *Apport et contrepartie*, Supplément thématique du Bulletin Joly Sociétés, L'apport en société dans tous ses états, Décembre 2009.
- MARTIN LAPRADE (F.), OHL (D.), *Pactes et sociétés cotées: étude de certains effets perturbateurs du droit boursier sur le droit des contrats*, Droit & Patrimoine n°186, Novembre 2009
- MARTIN LAPRADE (F.), *Quitter une société par actions*, RTDF n°2, Juin 2008.
- MARTIN LAPRADE (F.), *Transposition de la directive OPA: les sociétés cotées faisant l'objet d'une OPA seront-elles condamnées à se comporter comme de simples SICAV ?* Option Finance n°860, 5 décembre 2005.
- PACLOT (Y.), La juridicité du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, Revue des sociétés 2011, p. 395.
- PACLOT (Y.), *La gouvernance d'entreprise pour quoi faire?*, in La gouvernance des sociétés face à la crise, LGDJ, 2011, p. 279.
- PACLOT (Y.), MALECKI (C.), Le nouveau régime des rémunérations, indemnités et avantages des dirigeants des sociétés cotées, Dalloz 2007, Chronique, p. 2481.

- PORTIER (Ph.); *La performance en primes ?*, *Entreprise & Carrières*, n° 1051, 31 mai 2011.
 - PORTIER (Ph.), *Transparence ou efficience, faut-il choisir ?*, *La Tribune*, 1^{er} mars 2011.
 - PORTIER (Ph.), *Rémunération des dirigeants: une crise morale, une gouvernance dépassée*, in *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde*, *Revue d'Economie Financière*, 2010.
 - PORTIER (Ph.), *Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires-dirigeants: vers de nouveaux paradigmes ?*, *Etudes à la mémoire de F.-C. Jeantet*, LexisNexis, 2010.
 - PORTIER (Ph.), *Commentaires sur les recommandations du MEDEF et de l'AFEP sur les "parachutes dorés"*, *La Semaine Juridique Entreprise*, n° 15, avril 2007.
 - PORTIER (Ph.), *La transposition de la directive OPA dans l'Union Européenne: état des lieux huit mois après la date prévue*, *Revue Lamy Droit des affaires*, 22 janvier 2007.
 - PRASNIKAR (J.), FERLIGOJ (A.), PAHOR (M.), *Building a corporate network in a transition economy: The case of Slovenia*, *Post-communist Economies*, 16, p. 307-331, 2004.
 - PUCKO (D.), *Corporate Governance in European Transition Economies: Emerging Models*, *Management*, Vol. 10(1), 1-21, 2005.
 - SIMONETTI (M.), GREGORIČ (A.), *Managerial Ownership and Corporate Performance in Slovenian Post-Privatisation Period*, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 1, No. 2, 2004.
 - SPANOS (L. J.), *Corporate Governance in Greece: developments and policy implications*, *International Journal of Business in Society*, 2005, Vol. 5, No. 1, p. 15-30.
 - TANDEAU de MARSAC (V.), *Panorama des pratiques de rémunération dans les pays de l'Union européenne*, *Etudes à la mémoire de F.-C. Jeantet*, LexisNexis, 2010.
 - TANDEAU de MARSAC (V.), MARTIN LAPRADE (F.), *Eclairage juridique et pratique sur la question des quotas de femmes dans les conseils d'administration*, *Option Finance*, 1er mars 2010, p. 28
 - VAN DER ELST (C.), VERMEULEN (E. P. M.), *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, disponible sur SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1860144&download=yes.
- **Autres**
 - EcoDa *EU Update*, August 2011, available on http://www.iod.com/MainWebSite/Resources/Document/1108_ecoda_euro_update_August_11v1.pdf.
 - PriceWaterhouseCoopers, *Le contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement*, Publications, disponible sur http://www.pwc.fr/le_controle_interne_des_etablissements_de_credit_et_des_entreprises_dinvestissement.html.

LISTE DES CONTRIBUTEURS

– Allemagne

Stefan Duhnkrack, Partner, HEUKING, KÜHN, LÜER, WOJTEK, (S.Duhnkrack@heuking.de)

Stefan Bretthauer, Partner, HEUKING, KÜHN, LÜER, WOJTEK, (S.Bretthauer@heuking.de)

– Autriche

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– Belgique

Philippe Malherbe, Partner, LIEDEKERKE, WOLTERS, (p.malherbe@liedekerke-law.be)

Tom Van Dyck, Partner, LIEDEKERKE, WOLTERS, (t.vandyck@liedekerke.com)

Gaëtane Schaecken Willemaers, Associate, LIEDEKERKE, WOLTERS, (g.schaeken@liedekerke.com)

– Bulgarie

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– Chypre

Amir Kousari Paralegal MERITSERVUS (amirkousari@aol.com)

– Danemark

Niels Bang, Partner, GORRISSENFEDERSPIEL, (nba@gorrissenfederspiel.com)

Marianne Bjornkaer Nielsen, Assistant Attorney, GORRISSENFEDERSPIEL, (mbn@gorrissenfederspiel.com)

– Espagne

Fernando de Las Cuevas Castresana, Partner, GOMEZ-ACEBO & POMBO,
(fcuevas@gomezacebo-pombo.com)

David Gonzàles Gàlves, Senior Associate, GOMEZ-ACEBO & POMBO,
(dgonzalez@gomezacebo-pombo.com)

Javier Juste Mencia, Member of the Academic Counsel, GOMEZ-ACEBO & POMBO,
(jjustemencia@gomezacebo-pombo.com)

– **Estonie**

Piret Jesse, Senior Associate, TARK GRUNTE SUTKIENE, (piret.jesse@tgslegal.com)

– **Grèce**

Solitiris D. Vlachos, ZEPOS & YANNOPOULOS, (s.vlachos@zeya.com)

Stefanos I. Charaktiniotis, ZEPOS & YANNOPOULOS, (s.charaktiniotis@zeya.com)

Konstantinos A. Logaras, ZEPOS & YANNOPOULOS, (k.logaras@zeya.com)

Julia Pournara, ZEPOS & YANNOPOULOS, (j.pournara@zeya.com)

Elena A. Papachristou, ZEPOS & YANNOPOULOS, (e.papachristou@zeya.com)

Athina Skolarikou, ZEPOS & YANNOPOULOS, (a.skolarikou@Zeya.com)

– **Hongrie**

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O.,
(j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O.,
(l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI,
O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P
D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– **Irlande**

Stephen Hegarty, Partner, ARTHUR COX Ireland, (stephen.hegarty@arthurcox.com)

– **Italie**

Giovanna Giansante, Partner, LABRUNA MAZZIOTTU SEGNI,
(giovanna.giansante@lmslex.com)

Francesca Stefanelli, Managing Associate, LABRUNA MAZZIOTTU SEGNI,
(francesca.stefanelli@lmslex.com)

Dario Gizzi, Associate, LABRUNA MAZZIOTTU SEGNI, (dario.gizzi@lmslex.com)

Fabiola Maria Magnaghi, Junior Associate, LABRUNA MAZZIOTTU SEGNI,
(fabiola.magnaghi@lmslex.com)

– **Lettonie**

Piret Jesse, Senior Associate, TARK GRUNTE SUTKIENE, (piret.jesse@tgslegal.com)

– **Lituanie**

Piret Jesse, Senior Associate, TARK GRUNTE SUTKIENE, (piret.jesse@tgslegal.com)

– **Luxembourg**

Marc Elvinger, Partner, ARENDT & MEDERNACH, (marc.elvinger@arendt.com)

Philippe-Emmanuel Partsch, Partner, ARENDT & MEDERNACH, (philippe-emmanuel.partsch@arendt.com)

– **Pays-bas**

Hugo Reumkens, Partner, VAN DOORNE N.V., (Reumkens@vandoorne.com)

Guus Kemperink, Partner, VAN DOORNE N.V., (Kemperink@vandoorne.com)

Paul Witteveen, Partner, VAN DOORNE N.V., (Witteveen@vandoorne.com)

– **Pologne**

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– **République tchèque**

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– **Roumanie**

Jani Soršak Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Mme Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– **Royaume-Uni**

Roger Hart, Partner, ADDLESHAW GODDARD LLP, (Roger.Hart@addleshawgoddard.com)

Duncan Wilson, Legal Director, ADDLESHAW GODDARD LLP, (Duncan.Wilson@addleshawgoddard.com)

Kieran Toal, Managing Associate, ADDLESHAW GODDARD LLP, (Kieran.toal@addleshawgoddard.com)

– **Slovaquie**

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– **Slovénie**

Jani Soršak, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (j.sorsak@schoenherr.eu)

Luka Fabiani, Partner, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (l.fabiani@schoenherr.eu)

Petra Smolnikar, Senior Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (P.Smolnikar@schoenherr.eu)

Maja Vagaja, Associate, SCHOENHERR FILIPOV, PETROVIC, JERAJ IN PARTNER JI, O.P D.O.O., (m.vagaja@schoenherr.eu)

– **Suède**

Per Granström, Partner, DELPHI, (Per.granstrom@delphi.se)

Sara Berg, Senior Associate, DELPHI, (Sara.berg@delphi.se)

Rickard Isacson, Associate, DELPHI, (rickard.isacson@delphi.se)

• **Chercheurs et économistes consultés**

- Viviane de Beaufort, Professeur à l'École Supérieure des Sciences Économiques et Commerciales
- Eric Brousseau, Professeur à l'Université Paris-Dauphine

- Olivier Sautel, Docteur en économie
- Christoph Van der Elst, Professeur à l'Université de Gand
- Michel Capron, Professeur émérite de l'Université de Paris VIII
-

- **Entreprises interviewées**³⁹

- AS Tallinna Vesi
- Eesti Pank
- L'Oréal
- Scor SE
- Société Générale

- **Organismes consultés**

- ANSA
- APIA
- IFA
- Middlednext

³⁹ Seules les sociétés ayant accepté de divulguer leur dénomination sont mentionnées dans cette liste. Les interviews ont porté sur un large panel de sociétés (sociétés cotées, sociétés non cotées, sociétés dont l'activité est réglementée (banque, assurance), etc.

ANNEXES

Annexe 1: Réponses au questionnaire envoyé aux Etats membres⁴⁰.

⁴⁰ Cette annexe, peut être obtenu sur demande auprès du Département thématique C: Droits des citoyens et affaires constitutionnelles du Parlement européen (poldep-citizens@europarl.europa.eu).

DIRECTION GÉNÉRALE DES POLITIQUES INTERNES

DÉPARTEMENT THÉMATIQUE **C** DROITS DES CITOYENS ET AFFAIRES CONSTITUTIONNELLES

Rôle

Les départements thématiques sont des unités de recherche qui fournissent des conseils spécialisés aux commissions, délégations interparlementaires et autres organes parlementaires.

Domaines

- Affaires constitutionnelles
- Liberté, sécurité et justice
- Égalité des genres
- Affaires juridiques et parlementaires
- Pétitions

Documents

Visitez le site web du Parlement européen: <http://www.europarl.europa.eu/studies>

SOURCE PHOTO: iStock International Inc.



ISBN