

UNIVERSITE ROBERT SCHUMAN DE STRASBOURG

D.E.A. Droit des Affaires

La place des investisseurs institutionnels internationaux dans
le droit des marchés financiers français

Angelos LIANOS

**Mémoire présenté sous la direction de M. STORCK,
Professeur à l'Université Robert Schuman de Strasbourg**

Septembre 2003

SOMMAIRE

INTRODUCTION

PARTIE I Les objectifs des investisseurs institutionnels internationaux dans les sociétés françaises

TITRE I La maximisation de la valeur actionnariale

TITRE II L'application des principes de gouvernement d'entreprise par les sociétés françaises

PARTIE II Les investisseurs institutionnels internationaux : des actionnaires spécifiques

TITRE I L'identification des actionnaires non-résidents

TITRE II L'activisme des investisseurs institutionnels internationaux

CONCLUSION

BIBLIOGRAPHIE

TABLE DES MATIERES

LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

Bul. : Bulletin

CaLPERS : California Public Employees Retirement System

C. Civ. : Code civil

C. Com. : Code de commerce

COB : Commission des Opérations de Bourse

OPCVM : Organismes de placement collectifs en valeurs mobilières

Revue d'écon. fin. : Revue d'économie financière

Rev. Soc. : Revue Sociétés

Rev. Intern. de droit écon. : Revue International de droit économique

INTRODUCTION

Les investisseurs institutionnels sont des organismes financiers qui, en raison de leur nature ou de leurs statuts, sont tenus de placer une grande partie de ressources qu'ils collectent, en instruments financiers.¹ Selon F. Manin « les investisseurs institutionnels sont des structures déterminées à placer l'argent d'autrui (aux fins de valorisation de ce dernier) ».² Les investisseurs institutionnels ont une particularité. Ils n'agissent pas à titre personnel. Un agent investissant pour son compte propre à partir de fonds lui appartenant, ne rentre pas dans la catégorie des investisseurs institutionnels (quel que soit le volume de capitaux dont il dispose). Les investisseurs institutionnels se constituent dans et de la relation avec l'épargnant. C'est à la lumière de ce rapport bilatéral que l'investisseur institutionnel apparaît conçu et doit demeurer perçu. Ils s'interposent entre l'épargne et les sociétés émettrices. Ils gèrent l'argent d'autrui. Ils proposent leurs services dans un objectif précis à savoir la valorisation de l'argent d'autrui. Ce sont des professionnels de l'investissement. Ils disposent des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur les instruments financiers. Cela les distingue des investisseurs profanes qui sont les investisseurs « de droit commun » et qui ne sont ni avertis ni qualifiés et sont beaucoup plus démunis face aux aléas du marché. C'est le critère essentiel pour certains auteurs qui procèdent à une définition négative des investisseurs institutionnels, à savoir l'intervention des personnes qui se distinguent des investisseurs particuliers ou de petits actionnaires.³ Le législateur français ne vise cette catégorie que par énumération des organismes qui la composent. On retrouve donc des organismes comme les compagnies d'assurance, les banques, les organismes de placement collectif des valeurs mobilières (OPCVM). Les investisseurs institutionnels détiennent une véritable puissance comme actionnaires au sein de la société qui repose sur l'importance des fonds qu'ils gèrent et sur leur positionnement au cœur de la structure financière.⁴ Ils sont la manifestation de l'essor remarquable ces dernières années du capitalisme collectif qui se caractérise par une

¹ Dictionnaire d'économie et des faits économiques et sociaux contemporains, éditions Foucher, Paris 1999.

² F. MANIN, Les investisseurs institutionnels, Thèse Paris I, 1997.

³ H. de VAUPLANE, J-P. BORNET, Traité des marchés financiers, éditions Litec 2001.

⁴ F. DEMARGINY, "Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ?", Revue d'écon. fin. 1994, n° 31, p. 109.

dissociation entre la propriété du capital et la gestion du capital (notamment les choix d'investissement).⁵

Ce phénomène de la montée en puissance du capitalisme collectif trouve son origine et sa justification dans les pays anglo-saxons. Les investisseurs institutionnels internationaux et surtout américains, sont de vecteurs de réunion de capitaux et leur influence et puissance économique est énorme. Leur importance ressort du volume des actifs financiers qu'ils gèrent : près de 30 000 milliards de dollars en 1998, d'après les estimations de l'OCDE.⁶ Ils investissent dans leur pays mais le plus souvent, ils diversifient leur portefeuille en prenant des participations dans les sociétés étrangères. Aux USA, ils détiennent en 1999 environ 44,6% de la capitalisation boursière. Leur progression est remarquable puisqu'en 1994, leur part ne s'élevait qu'à 32,8% de cette même capitalisation. Leur participation aux sociétés européennes est analogue. Ils sont devenus des acteurs prédominants dans l'économie mondiale. On parle souvent de l'émergence de nouveaux actionnaires qui bien que le plus souvent soient des actionnaires minoritaires, ils sont en mesure d'influencer la gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent.⁷ Les placements des investisseurs institutionnels en ont fait des acteurs incontournables dans les structures de détention de la propriété des firmes.⁸

Mais qui sont ces investisseurs institutionnels internationaux, parfois dénommés « zinzins » et qui gèrent la plus grande partie de l'épargne mondiale ? Les « zinzins » se caractérisent par leur diversité, tant du point de vue de leurs statuts juridiques que de leurs stratégies. Selon les classifications habituelles, les investisseurs institutionnels regroupent trois principaux types d'institutions : les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances et les fonds de pension.⁹ A l'échelle internationale, les fonds de pension américains ont occupé le devant de la scène, au cours de la dernière décennie, par l'importance de leurs placements financiers dans l'économie mondiale et leur activisme en tant qu'actionnaires. En 1999, les fonds de pension géraient près du tiers des actifs financiers

⁵ Ph. BISSARA, "Les véritables enjeux du débat sur « le gouvernement de l'entreprise »", Rev. Soc., janvier-mars 1998, p. 5.

⁶ Annuaire statistique de l'OCDE 2000, www.ocde.org

⁷ N. MOTTIS, J-P. PONSSARD, "Les fonds d'investissement étrangers : la part du mythe", Revue Sociétal janvier 2001, p. 31.

⁸ D. BAUDRU, S. LAVIGNE, F. MORIN, "Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains", Revue d'écon. fin. 2001 n° 61, p.121.

⁹ E. JEFFERS, D.PLIHON, "Importance et diversité des investisseurs institutionnels", dans La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris 2002.

détenus par les investisseurs institutionnels et leurs actifs étaient estimés à près de 11 000 milliards de dollars. Les fonds de pension, qui ont pour vocation de financer les retraites, sont des institutions financières chargées de collecter, de détenir et d'investir des actifs en vue d'assurer le paiement de prestations futures à ses adhérents.¹⁰

Les plus importants et les plus dynamiques investisseurs institutionnels internationaux sont donc les fonds de pension. Tout au long de notre étude c'est leur comportement qui sera en particulier étudié. Mais la présence des autres « zinzins » n'est pas négligeable. Les compagnies d'assurances, qui détenaient les plus gros portefeuilles d'actifs financiers jusqu'en 1997 et les OPC qui correspondent aux sociétés d'investissement qui gèrent les « mutual funds » sont des acteurs disposant aussi d'un poids économique considérable. Ces secteurs, comme d'ailleurs celui de fonds de pension, sont dominés par les pays anglo-saxons et en particulier par les Etats-Unis de telle façon que lorsqu'on parle d'investisseurs institutionnels internationaux on se réfère plutôt aux investisseurs américains!

Le développement considérable des différentes catégories de fonds d'investissement a été favorisé par plusieurs facteurs. En tout premier lieu, la déréglementation mondiale, en supprimant les obstacles à la circulation du capital financier, a donné une impulsion sans précédent aux marchés financiers.¹¹ De même les besoins de financement croissants des entreprises, qui obligent à diversifier les sources de capitaux en nature mais aussi en origine géographique. Cela s'explique du fait qu'un portefeuille international est beaucoup plus intéressant qu'un portefeuille national car il a une rentabilité plus élevée. Les programmes de privatisation en Europe ont joué un rôle fondamental dans la montée en puissance des investisseurs institutionnels internationaux dans le capital de grandes entreprises européennes. Le développement du capitalisme collectif est le fait, on a déjà vu, des pays anglo-saxons. Des raisons propres rencontrées dans ces pays peuvent donner aussi une explication de cet essor remarquable. En effet, les modifications de la réglementation américaine expliquent en particulier l'extraordinaire progression des montants gérés par les fonds d'investissements. Les entreprises sont désormais obligées de constituer des provisions pour garantir le versement des retraites de leurs salariés. De façon générale, en raison de l'augmentation de la population active et de la nécessité, pour les salariés, de se constituer

¹⁰ Les fonds de pensions se répartissent en deux grandes catégories, selon qu'ils gèrent les retraites des salariés du secteur public ou du secteur privé. Les premiers obéissent à des lois édictées par les Etats américains. Les seconds relèvent de la loi américaine ERISA (Employees' Retirement Income Security Act) promulguée en 1974. Le statut public ou privé des fonds de pension n'est pas indifférent quant aux stratégies d'investissements internationaux.

¹¹ E. JEFFERS, D. PLIHON, "Importance et diversité des investisseurs institutionnels", op. cit.

une épargne retraite par capitalisation¹², les fonds de pension se sont fortement développés au niveau mondial, entraînant une demande croissante d'opportunités de placement.¹³

Les fonds de pension gèrent des sommes énormes.¹⁴ Ces institutions ont commencé à investir sur le marché financier américain puis à l'étranger des montants sans précédent. Attirer ces capitaux est devenu une préoccupation majeure d'économies cherchant à financer les entreprises et les déficits budgétaires par les marchés financiers.¹⁵ La concurrence entre plusieurs places financières européennes (Londres, Francfort, Paris) pour attirer les capitaux étrangers et garder une dimension internationale ne pouvait que s'intensifier. La France ne pouvait pas rester en dehors de ce vaste mouvement international. Les entreprises françaises ayant un besoin indéniable de financement, se sont retournées vers les grands investisseurs américains et ils ont essayé de tirer profit de leur politique d'investissements à l'étranger.

La présence des investisseurs internationaux s'est très fortement accrue dans le capital des entreprises françaises au cours de dernières années. Le capital d'une dizaine de grandes entreprises françaises est désormais détenu à plus de 40% par les investisseurs institutionnels étrangers.¹⁶ La part des non-résidents dans le capital des entreprises françaises est très significative, qu'il s'agisse des grandes entreprises du Cac 40 ou du tissu de petites et moyennes entreprises à fort potentiel de développement. Leur présence au sein des sociétés françaises s'est développée à un rythme accéléré, passant de 23,5 % de la capitalisation boursière de Paris en 1993 à environ 36,9 % en 1999, selon la Banque de France. La part des investisseurs étrangers est beaucoup plus élevée dans les grands groupes français atteignant 50 % pour l'ensemble des sociétés figurant à l'indice Cac 40, selon « Le Journal des finances » du 15 mai 1999. Leur participation est minoritaire mais non négligeable.¹⁷ L'universalisation de l'économie et le rôle croissant de la bourse dans la vie quotidienne des entreprises ont conduit les actionnaires étrangers à occuper une place de plus en plus importante en France.

Ce phénomène correspond avec les stratégies des « zinzins » d'internationaliser et de diversifier le portefeuille d'investissements qu'ils gèrent. Les actionnaires étrangers sont très

¹² En effet, la charge de la couverture sociale est désormais reportée sur les salariés, qui ont la responsabilité de constituer leur épargne-retraite individuelle en cotisant auprès des fonds de pension dans le cadre de plans à cotisation définie.

¹³ "La gestion de fonds aux Etats-Unis", Bul. COB, n° 302, mai 1996, p.1

¹⁴ Certains investisseurs gèrent des actifs impressionnants : en 1997, Templeton gérait 218 milliards de dollars, Fidelity près de 600 milliards, Invesco 940 milliards.

¹⁵ E. JEFFERS, "La place financière de Paris face aux investisseurs américains à l'heure de l'euro", Revue d'écon. fin. 1998 n° 48, p. 107.

¹⁶ A. MARECHAL, "Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises", Bul. COB, n° 322, mars 1998, p.1

¹⁷ Y. GUYON, "Les actionnaires étrangers", Mélanges P. Van Ommeslaghe, Bruylant, 2000, p. 497.

présents dans les sociétés françaises dont les titres sont admis sur les marchés réglementés.¹⁸ C'est surtout dans les sociétés cotées que se concentrent les investissements des fonds étrangers. Cela est naturel puisque les investisseurs institutionnels internationaux procèdent à des transactions sur des volumes très importants de titres et ne veulent entrer que sur des marchés dont ils peuvent se retirer à tout moment, pour n'importe quelle quantité, sans risque ni pénalité, le marché étant capable de fournir ou d'absorber ces quantités.¹⁹ Par conséquent se sont les marchés liquides qui intéressent ces investisseurs et non pas les sociétés qui sont fermées par définition, comme par exemple les sociétés ne faisant pas publiquement appel à l'épargne ou les sociétés qui ne sont pas cotées en Bourse.

Les investissements internationaux effectués par les investisseurs institutionnels entrent dans le champ d'un large mouvement de mondialisation de l'économie. En effet, la globalisation économique et financière est bien avancée. Elle a porté à un niveau sans précédent les flux de biens, de services et de capitaux, la diffusion de technologies et les échanges d'informations. Du point de vue juridique, la mondialisation produit plusieurs effets. D'une part, elle influe sur le contenu même des droits nationaux, notamment pour les droits du travail, de l'environnement et de la concurrence. En outre, elle conduit à une perte de maîtrise des Etats sur la production du droit, au profit d'un nombre d'acteurs très variés. Dans ce contexte de globalisation, le droit est devenu un nouvel instrument de la compétition économique entre les pays.²⁰ Le droit devient un outil de domination qui s'exporte, au même titre que la langue ou la monnaie. Les fonds d'investissements étrangers, en dehors de leur suprématie économique, ont une influence juridique considérable dans les pays où ils investissent. En effet, ils développent des choix et des stratégies patrimoniales principalement par des achats et des ventes de titres, mais ils le font aussi à travers des revendications touchant à l'information, la transparence, etc. Ce faisant, c'est par l'usage du droit des sociétés que les fonds expriment leur politique.²¹ Ainsi la performance du droit des sociétés conduit les fonds à pondérer leur choix d'investissement sur telle place suivant que les sociétés concernées mais aussi le droit national régissant cette place leur conviennent ou non. Le droit devient un élément à part entière des choix d'investissement. Mais même, lorsque le droit ne correspond pas à leurs attentes et à leurs stratégies, les investisseurs

¹⁸ L'édition du 23 juin 2002 du journal *Le Monde* avance le chiffre de 42,6 %.

¹⁹ E. JEFFERS, "La place financière de Paris face aux investisseurs américains à l'heure de l'euro", op. cit.

²⁰ J-P COLSON, "Le gouvernement d'entreprise et les nouvelles régulations économiques", *Petites affiches*, 21 août 2001, n° 166, p. 4.

institutionnels peuvent faire pression pour faire évoluer le droit d'une façon qui leur paraît bénéfique. Par leurs exigences à première vue financières, ils expriment la culture juridique notamment américaine, dans la quelle ils ont développé leur activité.²²

Le droit français ne pouvait pas rester indifférent aux revendications de fonds d'investissement étrangers s'il voulait faire de la place de Paris une destination privilégiée de leurs capitaux. Le droit français a été par conséquent le sujet de profondes mutations face aux pressions des « zinzins ». Malgré les modifications profondes en faveur des investisseurs internationaux, le droit français reste toujours fidèle à certains principes et certaines notions qui lui sont propres. Cela se manifeste très clairement dans la loi française du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques (NRE). Cette loi accroît d'une part le pouvoir des actionnaires à l'encontre des dirigeants, et en cela, elle rapproche le droit français du droit anglo-américain, d'autre part, elle confère aux salariés le droit d'exprimer la défense de leurs intérêts dans les prises de décisions sociétaires, ce qui s'oppose à cette même culture américaine, laquelle réduit le jeu des pouvoirs aux seuls actionnaires.

Malgré ces spécificités et ces résistances, personne ne peut nier un processus d'« américanisation » du droit financier français. La France n'est pas le seul pays cible d'une OPA juridique par les Etats-Unis. En effet, la globalisation financière se traduit par une « américanisation » financière et cela n'est pas sans incidences au niveau juridique.²³ Mais comment se manifeste cette invasion juridique américaine dont les fonds de pensions sont les promoteurs ? C'est surtout par la théorie de la *corporate governance* que le droit américain a influencé le droit français des sociétés. La doctrine de *corporate governance* qui se traduit approximativement en français par les termes de gouvernement d'entreprise, tend à s'assurer que les sociétés sont gérées dans l'intérêt commun de tous les actionnaires et non pas dans celui particulier des majoritaires ou des dirigeants.²⁴ Elle se traduit par une moralisation dans la conduite de la société, une recherche d'une meilleure rentabilité des capitaux investis, une transparence dans la gestion et un dialogue à la fois au sein des organes de la société et entre ceux-ci. Cette notion vise à instaurer un équilibre entre les pouvoirs conférés aux dirigeants,

²¹ M-A FRISON-ROCHE, "Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché" dans La montée en puissance des fonds d'investissement quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris, 2002.

²² Ibid.

²³ Cela est très clair dans le Sarbanes-Oxley Act. Suite aux scandales financiers d'Enron et Worldcom, les USA ont élaboré une loi qui modifie en profondeur le droit américain des sociétés et des marchés financiers et qui a une vocation globale puisqu'elle s'applique aux sociétés américaines mais aussi aux sociétés étrangères dont les titres sont admis à la côte officielle.

²⁴ Y. GUYON, Corporate Governance, Répertoire sociétés Dalloz.

administrateurs et actionnaires.²⁵ En termes très généraux, c'est un débat sur le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées.²⁶ A l'origine de ce débat, les travaux de certains économistes qui ont mis en évidence la dissociation croissante entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir dans l'entreprise, dissociation qui commence à se produire dès que la société est introduite en bourse et fait appel à des capitaux anonymes dont les détenteurs ne sont pas directement associés à la gestion de l'entreprise.²⁷ Les investisseurs institutionnels se sont appropriés la théorie de gouvernement d'entreprise, et l'ont transformé en une véritable idéologie dont ils se font désormais les propagandistes à travers le monde à la faveur de leur pénétration des marchés.²⁸

On peut légitimement s'interroger sur les raisons qui ont poussé les fonds d'investissements à s'associer à cette théorie. Il ne faut pas oublier la nature particulière des investisseurs institutionnels. Il s'agit de personnes qui ont pour profession ou pour activité principale l'investissement et la gestion de sommes qui leur appartiennent ou qui leur sont confiées.²⁹ Leur objectif est essentiellement de faire du profit et le distribuer aux adhérents qui leur ont confiés leurs ressources. Ils engagent par conséquent leur responsabilité s'ils placent les fonds de leurs clients dans les sociétés dont la rentabilité ou même la solvabilité sont insuffisantes puisqu'ils doivent périodiquement leur rendre compte des activités et les démarches qu'ils ont entrepris pour faire fructifier leurs placements. Les investisseurs institutionnels n'assument pas seulement une responsabilité à l'égard de leurs mandants mais aussi à l'égard des sociétés dans lesquelles ils investissent leurs fonds. La *corporate governance* a paru fournir des réponses aux questions soulevées par ces responsabilités.

Les investisseurs institutionnels internationaux sont des acteurs prédominants au niveau mondial. En raison de leur poids économique, ils exercent une influence considérable au sein de marchés financiers français. Les grands investisseurs internationaux tendent à exporter leur professionnalisme, leur culture de marché et leur conception de mode de gestion des entreprises.³⁰ De leur côté, les entreprises qui ont besoin de ces capitaux revoient souvent en profondeur leur organisation interne et leur stratégie de manière à mieux satisfaire les demandes de ces nouveaux actionnaires. En effet, les fonds de pension étrangers détiennent

²⁵ A. TUNC, Le gouvernement des sociétés anonymes : le mouvement de réforme des Etats-Unis et au Royaume-Uni, DPCI 1994, p. 59.

²⁶ Selon la définition du rapport Cadbury, 1992, Code of best practices.

²⁷ A.A BERLE, G.C MEANS, The modern Corporation and Private Property, Harcourt, Brace and World Inc., New York 1932.

²⁸ Ph. BISSARA, "Les véritables enjeux du débat sur « le gouvernement de l'entreprise »", op. cit.

²⁹ H. de VAUPLANE, J-P. BORNET, Traité des marchés financiers, éditions Litec 2001.

³⁰ A. MARECHAL, "Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises", op. cit.

une part essentielle du capital de certaines sociétés françaises et celles-ci ne peuvent pas rester indifférentes à leurs exigences si elles veulent être la destination de plus d'investissements de leur part. Les investisseurs institutionnels internationaux ont des objectifs précis, dont les sociétés françaises doivent se conformer.³¹ Notre étude nous amènera à étudier précisément dans une première partie ces objectifs des investisseurs internationaux. Comment se manifestent-ils? Quel est le résultat théorique et pratique de la réalisation de ces objectifs dans les sociétés françaises ? Ce sont des questions auxquels on va essayer de répondre. (PARTIE I)

Les investisseurs institutionnels internationaux prennent de participations dans les sociétés françaises et à cet effet ils deviennent des actionnaires. Leur statut particulier à savoir celui afférent à la gestion collective, ne les empêche pas à être des véritables actionnaires au même titre que les actionnaires individuels, grands ou petits épargnants. Etant des actionnaires réels, ils peuvent exercer tous les droits reconnus à un actionnaire. Mais leur influence économique et la quantité des sommes qu'ils gèrent et qu'ils sont toujours prêts à investir leur donnent un rôle particulier au sein des sociétés françaises. Ils sont le plus souvent des actionnaires minoritaires. Toutefois, l'influence de ces actionnaires sur les entreprises françaises dépasse largement le poids des prises de participation. A cet effet, ils deviennent des actionnaires pas ordinaires. On va examiner dans une deuxième partie les manifestations de cette particularité. (PARTIE II)

³¹ N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", Rev. Intern. de droit écon. 2001, p. 303.

PARTIE I Les objectifs des investisseurs institutionnels internationaux dans les sociétés françaises

Au cours des vingt dernières années, les investisseurs institutionnels internationaux sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers. Ces investisseurs ont multiplié les prises de participations dans les grandes entreprises françaises et sont en mesure de contrôler de manière parfois décisive la gestion de celles-ci. Ils sont devenus des actionnaires très actifs et s'intéressent profondément à l'organisation des sociétés dans lesquelles ils investissent. Les « zinzins » se caractérisent par leur diversité, tant du point de vue de leurs statuts juridiques que de leurs stratégies. En effet, on constate que l'activisme des fonds d'investissement prend des formes variées selon le type de fonds (public, privé) et selon son mode de gestion (active ou passive). Toutefois, la diversité des formes d'action empruntées par les investisseurs institutionnels internationaux ne doit pas faire perdre de vue que ces derniers cherchent fondamentalement les mêmes objectifs auprès des entreprises dans lesquelles ils prennent des participations, le plus souvent minoritaires.³²

La politique des investisseurs institutionnels à l'égard des entreprises dont ils sont actionnaires résulte en grande partie des règles qui définissent leurs obligations à l'égard des épargnants. Il s'agit de défendre l'intérêt des épargnants en respectant des principes comme la prudence, la loyauté, etc. Leur politique actionnariale s'exerce principalement à deux niveaux. En premier lieu, elle vise à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale. Il s'agit de maximiser la valeur et le rendement financier du portefeuille géré par les investisseurs.(TITRE I) En second lieu, les investisseurs institutionnels cherchent à imposer aux entreprises des règles de « gouvernement » destinées à faciliter le contrôle des entreprises dont ils sont actionnaires. La généralisation des principes de *corporate governance* dans les entreprises ouvertes au capital étranger serait ainsi une conséquence directe de la pression exercée par les investisseurs américains.(TITRE II)

³² E. JEFFERS, D. PLIHON, "Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement", dans La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris 2002.

TITRE I La maximisation de la valeur actionnariale

La maximisation de la valeur actionnariale est le premier objectif des investisseurs institutionnels internationaux. Ils sont des agents économiques disposant de sommes considérables dans les sociétés françaises et cela n'est pas sans incidences sur l'évolution du droit national des marchés financiers. Les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les OPC sont en effet des vecteurs d'énormes capitaux dont ils ont la responsabilité de gestion. Leur rôle, à savoir l'administration de l'argent d'autrui les amène à effectuer des investissements dans un objectif principal et unique celui de faire fructifier d'une manière optimale les sommes dont les épargnants ont placé sous leur contrôle.(CHAPITRE I)

L'affirmation de cet objectif unique à savoir la recherche de la rentabilité du placement effectué dans les sociétés françaises, présente un très grand intérêt du point de vue de l'influence que les fonds d'investissement jouent sur la métamorphose du droit français de sociétés. La présence de tels actionnaires dans le capital des sociétés françaises peut influencer considérablement le fonctionnement et l'organisation de celui-ci. L'exemple le plus évident de cette acculturation d'environnement juridique anglo-saxon dans les sociétés françaises, est la place qui est réservée par les fonds de pension américains à la notion française d'intérêt social. Celle-ci se trouve dans une phase de disparition sous la pression de grands investisseurs institutionnels puisqu'elle va à l'encontre de leurs intérêts de maximisation de la valeur actionnariale. Deux tendances s'affrontent par conséquent au sein des sociétés, d'une part l'intérêt social à la française et d'autre part la primauté exclusive des actionnaires surtout institutionnels.(CHAPITRE II)

CHAPITRE I Objectif principal : la recherche de la rentabilité du placement effectué

La présence des fonds d'investissement n'a pas seulement influencé les produits financiers offerts sur la place de Paris et les procédures de règlement en cours, mais aussi le rôle, les stratégies et la gestion des entreprises. La majeure partie des bouleversements passés et en cours sont en grande partie les réponses que les pouvoirs publics et les milieux financiers apportent aux exigences de ces investisseurs particuliers, exigences qui vont toutes dans un sens d'optimisation de *la shareholder value*.(SECTION I)

La dernière décennie est caractérisée par la montée en puissance du capitalisme collectif. Cette évolution est accompagnée par un phénomène de professionnalisation de l'investissement financier.³³ L'activité de gestion d'actifs a pris une ampleur considérable et exerce une influence déterminante sur les marchés, non seulement en raison de l'importance des capitaux qu'elle a la charge d'investir, mais aussi en raison de sa relative concentration. Les particularités de cette profession sont inéluctablement liées avec la recherche de bonification de la *shareholder value*.(SECTION II)

SECTION I L'optimisation de la *shareholder value*

Devenus actionnaires importants voire dominants, dans le capital de nombreuses sociétés cotées, les investisseurs internationaux y exercent naturellement un certain pouvoir d'influence au service de la recherche de la valeur actionnariale. La principale exigence de ces investisseurs institutionnels est la valorisation pécuniaire de leur investissement, la plus importante et le plus rapide possible. Cette préoccupation essentielle est très clairement mise en avant et elle se traduit par une forte demande des résultats mais aussi par une exigence des moyens.³⁴ Ils recherchent systématiquement la valorisation actionnariale quel que soit le secteur géographique et quel que soit le secteur d'activité. Dans cette optique, le pays et le secteur d'activité paraissent secondaires dans les critères du choix des investisseurs. En effet, les bons investissements sont identifiés uniquement au regard des marges de progression estimées pour les titres au-delà des performances moyennes du marché.³⁵ Prenant en compte une telle considération, on peut comprendre que les investissements peuvent être faits dans des entreprises dont les performances sont insuffisantes s'il est estimé qu'elles vont les améliorer de façon importante dans le court ou moyen terme.³⁶

Le développement du capitalisme collectif et l'interposition des gestionnaires professionnels brouille la notion même d'actionnaire telle que la doctrine classique l'a élaborée. En effet, le gestionnaire d'actifs a plutôt une attitude d'opérateur sur le marché que celle d'un actionnaire. Il devient acheteur ou vendeur de tel ou tel titre selon les circonstances

³³ Ph. BISSARA, "L'influence de la professionnalisation de l'actionnariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières", Mélanges Vasseur, Banque Editeur 2000, p. 11.

³⁴ A. MARECHAL, "Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises", op. cit.

³⁵ D. DANET, Crony capitalism et gouvernement d'entreprise, Rev. Intern. de droit écon. 2000 n° 2, p. 247.

³⁶ Cette approche est le plus souvent celle qui est adoptée par les plus grands gestionnaires anglo-saxons comme Fidelity ou Templeton. Ils investissent le plus souvent dans de petites et moyennes entreprises à fort potentiel de développement.

et le type de performance attendue. Il est moins habilité par un « affectio societatis »³⁷ en fait inexistant puisqu'il n'est pas lui-même le propriétaire de fonds investis, que par une exigence de l'information indispensable aux prises de décision d'investir ou de désinvestir, étant guidé par des objectifs qui impliquent une allocation d'actifs telle qu'elle puisse optimiser les placements qu'il effectue dans le cadre de son activité. En effet, la constitution de chaque société doit être régie par cette notion d'« affectio societatis ». Elle montre la volonté de s'associer et elle découle de l'article 1832 C.civ. qui dispose que la société est un contrat de deux ou plusieurs personnes en vue de partager des bénéfices ou de profiter de l'économie qui pourrait en résulter. Les investisseurs institutionnels internationaux ont un objectif de placement et non pas de participation dans les affaires sociales.

En principe, les investisseurs internationaux ne s'impliquent pas directement dans la gestion des entreprises. Ils ne recherchent pas la prise de pouvoir dans l'entreprise. Leur stratégie consiste au contraire à s'appuyer sur une équipe dirigeante en qui ils ont confiance pour parvenir à leur objectif d'optimisation de la rentabilité de leur placement au cours d'une période donnée. En effet, la prise de contrôle de l'entreprise ne servirait pas cet objectif qui suppose de placer les fonds quand il existe un espoir de valorisation du titre et de pouvoir les retirer dès qu'une progression supplémentaire est improbable ou la rentabilité est devenue insuffisante par rapport à d'autres placements sur le marché. Les gestionnaires de fonds américains n'occupent pas en général pas de postes d'administrateurs dans les sociétés auxquelles ils investissent précisément pour éviter de tomber sous le coup de la réglementation française rigide qui sanctionne la détention d'informations privilégiées.³⁸

Le seul but de ces investisseurs est leur enrichissement, le plus grand possible. Tout le monde dans l'entreprise ne doit travailler que dans ce but. La société si elle veut attirer leurs capitaux, doit réorganiser ses activités de telle manière qu'elles vont exister que dans la perspective du meilleur service possible aux clients, avec le maximum d'efficacité et de productivité. Seules ont d'importance les activités susceptibles de créer une valeur optimale pour le client. La révolution de l'actionariat conduit à la recherche de la création maximum de valeur pour l'actionnaire.³⁹

Cette approche des « zinzins » dans les sociétés françaises correspond à leur culture juridique américaine d'organisation et de fonctionnement des entreprises. Le droit anglo-

³⁷ Expression qui signifie littéralement « la manière d'être de la société ». Elle implique en droit une collaboration volontaire et active, intéressée et égalitaire. Y. GUYON, Droit des affaires, Tome I, 11^e ed. Economica 2001.

³⁸ P. CHARLETY, "Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension", Bul. COB février 2001, n° 359, p. 17.

saxon est dominé par un modèle de type « shareholder » concernant le contrôle des sociétés. Dans ce modèle, le besoin de capital des entreprises est satisfait par une forte atomisation des actionnaires et l'existence d'un marché financier très développé. Ce modèle favorise un contrôle externe de l'organisation de la société. Le suivi et le contrôle de productivité s'effectuent par l'intermédiaire des marchés de capitaux. Si l'entreprise n'est pas bien gérée ou si la valeur actionnariale n'est pas maximisée, les actionnaires institutionnels peuvent réagir en vendant leurs actions.

Les fonds d'investissements ont donc pour objectif d'investir dans des entreprises dont la performance économique et par conséquent les capacités à distribuer régulièrement un bénéfice leur paraissent suffisantes.⁴⁰ Pour eux, l'acquisition d'actions est moins un moyen de participer à la conduite de la société émettrice qu'un moyen de participer de manière optimale aux évolutions financières du marché. Cette recherche de valorisation financière s'explique directement par les caractéristiques propres de ces institutions qui ont pour vocation de gérer pour le compte de tiers, et dans le cadre d'une relation contractuelle, des fonds généralement placés à long terme.

SECTION II La justification de cette approche

L'internationalisation croissante des marchés et des actionnariats multiplie les situations où les sociétés émettrices ont comme interlocuteurs directs ou indirects des « trustees » ou de « nominees », institutions typiquement anglo-saxonnes.⁴¹ Un pourcentage non négligeable du capital de grandes sociétés cotées françaises est détenu, souvent par l'intermédiaire de « nominees » ou de « trustees », par des fonds d'investissements étrangers, notamment des fonds de pension américains. Ces institutions font donc écran entre la société émettrice d'actions et les investisseurs institutionnels. Cette situation trouve sa source dans l'organisation de l'industrie financière de la gestion collective. Il s'agit de mesurer en quoi certains principes de cette organisation se transmettent tout au long de la chaîne financière qui va de l'épargnant aux fonds de pension et arrive enfin aux entreprises et l'influence qu'ils ont sur les attitudes de grands investisseurs institutionnels. Plusieurs sont les acteurs qui interviennent. L'épargnant délègue la gestion de son épargne-retraite au fonds de pension qui

³⁹ J. PAILLUSSEAU, "Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ?", Recueil Dalloz 1999, p. 157.

⁴⁰ J-P VALUET, "Fonds de pension américains : incidences de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises", Bul. Joly Bourse janvier-février 1996, p.5.

délègue la fonction d'investissement au gestionnaire qui délègue la gestion de l'entreprise au dirigeant.⁴² Cette externalisation de la gestion financière vers des gestionnaires spécialisés, selon un mode de délégation spécifique, n'est pas sans conséquences sur les buts affichés des investisseurs institutionnels internationaux et leur comportement dans les sociétés françaises.

Ces investisseurs n'agissent pas à titre personnel. Ils ont pour fonction principale la gestion d'argent d'autres personnes qui sont leurs clients. Par exemple, les fonds de pension ont un devoir à l'égard de ses bénéficiaires afin de sécuriser leurs droits à la retraite. Vu leur rôle social et les sommes importantes qui sont en jeu, les investissements qui sont effectués doivent être faits avec un grand professionnalisme.⁴³ Ils sont responsables de leurs choix devant leurs clients d'une obligation de résultat à savoir faire fructifier l'argent que leurs adhérents les ont confiés. Pour diviser cette responsabilité, les investisseurs institutionnels chargent les fonctions d'investissements à de professionnels spécialisés qui sont des institutions tels que les « nomines » et les « trustees ».

Le trust est une institution qui repose sur la confiance. Le constituant du trust confie ses biens à un « trustee », à charge pour celui-ci d'en remettre le revenu ou le capital au bénéficiaire, qui peut être soit une tierce personne, soit le constituant. La propriété des biens est partiellement transférée au « trustee » qui doit les administrer et peut les vendre. Il y a une dualité de propriété puisque le bénéficiaire peut conserver ses droits sur les biens.⁴⁴ En revanche, en sa qualité de mandataire, le « nominee » n'est pas le propriétaire véritable mais apparent. Ainsi, les investisseurs institutionnels américains enregistrent régulièrement leurs participations dans le capital des sociétés cotées par l'intermédiaire de « nomines » (les money managers), qui agissent pour le compte desdits investisseurs.

Ainsi examiné le cadre juridique dans lequel évoluent les grands investisseurs internationaux, il s'agit maintenant d'évaluer les relations qui unissent ces investisseurs avec leurs adhérents toujours dans une perspective de valorisation des titres de sociétés dans lesquelles ils investissent. A ce titre, la loi américaine ERISA⁴⁵ prévoit un certain nombre de

⁴¹ J-P VALUET, Z. SEKFALI, "La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au trustee et au nominee", Revue de droit Bancaire et de la Bourse juillet-août 1993, n° 38, p. 147.

⁴² S. MONTAGNE, "De la « pension governance » à la « corporate governance » : la transmission d'un mode de gouvernement", Revue d'écon. fin. 2001, n° 63, p. 53.

⁴³ Ph. BISSARA, "L'influence de la professionnalisation de l'actionnariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières", op. cit.

⁴⁴ A. COURET, "ADR, EDR, nomines, trustees, partnerships, global custodians, etc"., Rev. soc. n° 3, juillet-septembre 1999, p. 555.

⁴⁵ La loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act) a été promulguée en 1974 ayant pour objectif d'homogénéiser le fonctionnement des fonds de pension sur l'ensemble du territoire américain. Elle ne s'applique qu'aux fonds de pension d'entreprises privées alors que les fonds publics sont régis par la législation

dispositions qui visent à sécuriser le placement des actifs financiers du fonds de pension. Elle définit les règles de comportement que les administrateurs de fonds de pension qui sont responsables des décisions de gestion doivent impérativement suivre. Tout d'abord, ils doivent se comporter en « hommes prudents » et engager, dans cette optique, une politique de diversification des investissements pour limiter les risques. Il ne suffit pas à l'administrateur du fonds d'investissement de gérer avec la prudence et l'expertise qu'il mettrait à la gestion de ses propres biens, mais avec la prudence et l'expertise d'un homme habitué à ce type d'affaires et placé dans les mêmes circonstances. C'est plutôt un nouveau concept de « prudent expert » qui s'adapte mieux par rapport la notion du « prudent man ». ⁴⁶ La loi ERISA énonce expressément que la responsabilité du « trustee » ou du « nominee » ne doit pas être jugée au regard du succès ou de l'échec d'une décision, mais en fonction de la prudence et du soin mis dans le processus de prise de cette décision d'investissement. C'est donc moins une obligation de résultats que de moyens même si la pratique en veut différemment. ⁴⁷

L'objectif d'optimisation de la *shareholder value* mais aussi celui de bonne gouvernance de l'entreprise trouvent leur justification dans la nature particulière du contrat conclu entre le détenteur des capitaux et le gestionnaire. Celui-ci reçoit mission, dans le cadre de la politique d'investissement définie ou acceptée par le mandant, de rechercher les meilleures performances financières en prenant les décisions d'acquérir ou de céder les titres à la place du mandant. Parce qu'ils assument une responsabilité envers leurs clients, pour cette raison les fonds d'investissements étrangers cherchent à optimiser la valeur actionnariale et influencer de manière positive le fonctionnement interne de la société. La nécessité d'assurer la protection de l'épargne, qui a d'abord suscité des règles relatives aux relations des émetteurs avec le marché, en a appelé d'autres relatives aux relations des gestionnaires avec les épargnants qui leur délèguent la gestion d'une fraction de leur patrimoine. L'organisation de cette relation doit s'effectuer avec loyauté, diligence, neutralité, et impartialité au bénéfice exclusif du mandant ou des prêteurs des parts ou d'actions. Ces principes qui fondent la responsabilité du gestionnaire vis-à-vis de son client ne semble impliquer cependant aucune obligation de respect de l'intérêt social des sociétés dans lesquelles sont effectués les investissements en actions.

locale des Etats. On constate cependant que les contraintes d'investissement imposées par ERISA ont été généralement intégrées par les fonds publics.

⁴⁶ S. MONTAGNE, "De la « pension governance » à la « corporate governance » : la transmission d'un mode de gouvernement", op. cit.

⁴⁷ E. JEFFERS, D. PLIHON, "Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement", op. cit.

CHAPITRE II Intérêt social ou primauté exclusive des actionnaires ?

La politique des investisseurs institutionnels internationaux dans les sociétés françaises se focalise dans l'optimisation pécuniaire de la valeur des actions détenues. Cette approche montre clairement une idéologie de la prédominance du marché qui tend à assouplir le fonctionnement des sociétés et à assurer le meilleur revenu possible pour les actionnaires.⁴⁸ C'est dans cette culture juridique que les fonds d'investissement évoluent. Ils assimilent intérêt de l'entreprise et intérêt des actionnaires. La raison d'être de l'entreprise doit être l'enrichissement de ses actionnaires au détriment de toute autre préoccupation. Cette conception anglo-saxonne vient s'opposer à la notion française d'intérêt social.

La notion d'intérêt social est très controversée et elle est source de grandes polémiques au sein des juristes français. Elle trouve son fondement sur le débat « société-contrat » ou « société-institution » qui a enflammé la doctrine commercialiste les dernières décennies.⁴⁹ Les enjeux pratiques de la polémique sont importants car il est évident qu'un juge éventuellement saisi d'une contestation n'appréciera pas de la même façon une décision par exemple d'investir ou à l'inverse, une décision de distribution massive de dividendes, selon qu'il prendra en considération l'intérêt des associés ou celui de l'entreprise.

Il existe fondamentalement deux conceptions de la notion d'intérêt social. En premier lieu et selon certains auteurs l'intérêt social n'est rien d'autre que l'intérêt propre d'une entité autonome et indépendante à savoir l'entreprise elle-même. Dans cette approche, l'intérêt social irait donc au-delà de l'intérêt des seuls associés et engloberait également celui des salariés, des créanciers, des fournisseurs, des clients, voire de l'Etat. C'est une traduction de l'analyse fonctionnelle et institutionnelle de la société.⁵⁰ A l'opposé, certains auteurs en se fondant à une analyse contractuelle de la notion de la société, estiment que celle-ci est constituée dans l'intérêt exclusif des associés qui ont seuls vocation à partager entre eux le bénéfice social.^{51 52} On comprend immédiatement la portée pratique de cette thèse, qui fait

⁴⁸ Ph. BISSARA, "Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement d'entreprise", op. cit.

⁴⁹ J-P BERTEL, "La position de la doctrine sur l'intérêt social", Droit et patrimoine, avril 1997, p. 42.

⁵⁰ Cette « théorie de l'entreprise » a été développée par l'« Ecole de Rennes » représentée par les professeurs C. Champaud et J. Paillusseau. V. à ce sujet CHAMPAUD, "Le pouvoir de concentration de la société par actions", Sirey 1962. J. PAILLUSSEAU, "Les fondements du droit moderne des sociétés", JCP ed. entr. 1986, 14684.

⁵¹ D. SCHMIDT, "De l'intérêt social", Revue de droit Bancaire et de la Bourse, 1995, p. 130. V. aussi A. COURET, "Les apports de la théorie micro-économique moderne à l'analyse du droit des sociétés", Rev. Soc., 1984, p. 10.

l'affaire, dans les sociétés cotées, des associations d'actionnaires et des fonds d'investissement, soucieux davantage, on a déjà vu, de maximiser leurs profits à court terme que d'assurer la pérennité des entreprises dans lesquelles ils investissent. Mais quelle est la position du droit français ?

Le droit français s'oriente plutôt vers une prédominance de l'entreprise comme acteur économique. La thèse qui assimile l'intérêt social à l'intérêt de l'entreprise a par conséquent ses faveurs. Cela parce que l'intérêt social est la notion à tout faire du droit des sociétés. Elle est un critère de l'abus de majorité, de l'abus des biens sociaux, de la faute de gestion. Tout part de l'intérêt social et tout y revient. La société se définit comme un corps social doté d'une existence propre et qui dépasse les volontés individuelles de ceux qui lui ont donné naissance, en particulier des apporteurs capitalistes initiaux.⁵³ La conception française d'intérêt social apparaît clairement dans la définition qui lui a été donnée par le rapport Viénot.⁵⁴ Selon ce rapport, l'intérêt social est l'intérêt supérieur de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers etc. mais qui correspondent à leur intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité et la continuité de la société.

Cette conception de l'entreprise par le droit français ne favorise pas la place financière de Paris comme destinataire privilégié des capitaux des investisseurs institutionnels internationaux. Pour eux, l'intérêt social est celui de la communauté des actionnaires qui investissent des capitaux dans la société pour recevoir leur juste part de l'enrichissement obtenu. L'entreprise est alors un moyen et non pas une fin. Elle est créée et financée dans un objectif précis qui est la création de la valeur en vue de son partage entre les actionnaires.⁵⁵ Les salariés, les créanciers, les autres partenaires sont des acteurs importants dans le fonctionnement de la société et doivent être protégés, mais leur défense ne doit pas se faire au détriment des véritables propriétaires de la firme qui sont les apporteurs de capitaux. Ils estiment que privilégier la prospérité et la continuité de l'entreprise peut impliquer qu'une part de la richesse sociale serait soustraite aux associés en vue de contribuer à l'intérêt

⁵² On ne doit pas oublier la théorie du « juste milieu » développé par J-P Bertel qui estime que l'intérêt social ne peut être qu'un juste milieu entre l'individualisme libéral et la prise en compte de l'intérêt général. J-P. BERTEL, "Liberté contractuelle et sociétés : essai d'une théorie du « juste milieu » en droit des sociétés", RTD com 1996, p. 595

⁵³ D. DANET, *Crony Capitalism et gouvernement d'entreprise*, op. cit.

⁵⁴ Rapport conjoint du CNPF et de l'AFEP sur le Conseil d'administration des sociétés cotées, éd. ETP, juillet 1995.

⁵⁵ "La position des acteurs de la vie économique sur l'intérêt social", entretiens avec B. Field et C. Neuville, *Droit et Patrimoine*, avril 1997, p. 48.

général commun.⁵⁶ Pour ces raisons, cette position du droit français est vivement critiquée par les investisseurs institutionnels. En raison de leur puissance économique et face aux pressions qu'ils exercent, le droit français s'oriente de plus en plus vers une position néolibérale de l'économie.

L'approche française de l'intérêt social se manifeste clairement dans la place des salariés au sein de l'entreprise.⁵⁷ Déjà importante dans la loi de 1966 sur les sociétés, la loi NRE de 2001 a renforcé leurs pouvoirs et leurs possibilités d'intervention en introduisant de nouvelles contraintes pour les dirigeants de sociétés.⁵⁸ Les salariés participent au contrôle, à l'information et surtout à la contestation. Le renforcement de leur place est pleinement justifié. C'est par leur travail collectif et aussi avec l'intervention d'autres acteurs comme par exemple les fournisseurs que la *shareholder value* recherchée par les zinzins, évolue positivement. On voit mal pourquoi l'intérêt social et l'intérêt commun des actionnaires divergeraient à cet égard, puisqu'ils ont forcément l'un comme l'autre pour objectif la création maximale de valeur par l'amélioration des perspectives de profits futurs, ce qui implique la prospérité croissante et continue de l'entreprise commune.⁵⁹ Quant aux rapports entre les actionnaires et les salariés, c'est évidemment l'existence et le fonctionnement de l'entreprise qui leur donne naissance. Les uns lui apportent des capitaux, les autres lui apportent des idées, des compétences et du travail. Les uns et les autres ont incontestablement des intérêts dont l'entreprise est la cause et parfois l'objet.⁶⁰ Parce que la continuité et la prospérité de l'entreprise sont le gage de la création de valeur pour l'actionnaire, l'intérêt social, qui n'est pas autre chose que l'intérêt de l'entreprise commune, ne devrait pas diverger de l'intérêt commun des actionnaires.

La satisfaction de l'actionnaire ou apporteur de capitaux est importante. Mais il n'est pas le seul acteur de l'entreprise. Celle-ci, a d'autres partenaires, non moins éminents dont elle est tout aussi responsable que devant ses actionnaires. Mais leur prise en compte ne doit pas nous conduire, comme certains le suggèrent, à considérer que l'actionnaire est un mythe ou pire une illusion.⁶¹ Il ne faut pas oublier que la société existe parce que certaines personnes lui ont apporté de capitaux. La position des investisseurs internationaux n'est pas incohérente. Le dirigeant d'une société ne va jamais concentrer sa gestion dans l'intérêt des

⁵⁶ D. SCHMIDT, "De l'intérêt social", op. cit.

⁵⁷ N. RONTCHEVSKY, "Le gouvernement d'entreprise à la française (brèves observations sur le volet société de la loi « NRE »)", Recueil Dalloz 2001 n° 31 p. 2578

⁵⁸ A titre d'exemple, on peut citer l'obligation faite à l'auteur d'une offre publique d'acquisition d'exposer son projet d'offre au comité d'entreprise (art. 432-1 c. trav.)

⁵⁹ Ph. BISSARA, "L'intérêt social", Rev. soc. janvier-mars 1999, p. 5.

⁶⁰ J. PAILLUSSEAU, "Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ?", op. cit.

ses salariés, ses fournisseurs et ses créanciers mais surtout en faveur des propriétaires de capitaux qui lui ont confié la direction. Dire qu'une société doit être gouvernée dans l'intérêt de ces personnes, c'est confondre « intérêts » et « droits », les intérêts des actionnaires et les droits des tiers.⁶² Certains avancent que l'objectif d'une régulation visant l'intérêt des actionnaires n'est pas « politiquement correct » Il demeure que les marchés financiers à l'échelle mondiale en ont décidé autrement.⁶³

Les investisseurs institutionnels internationaux ne sont pas cependant étrangers à toute préoccupation sociale. En effet, commencent à apparaître d'autres préoccupations chez certains fonds étrangers. On constate une demande croissante d'éthique et de préservation de l'environnement. Aux Etats-Unis, on voit apparaître le concept « d'investissement socialement responsable » auquel de plus en plus d'investisseurs sont sensibles.⁶⁴ Il s'agit de tenir compte d'autres variables que les ratios classiques de l'analyse financière comme par exemple des valeurs culturelles, environnementales, philosophiques. Ils demandent par conséquent aux gestionnaires de portefeuille d'ajouter des dimensions sociales et écologiques dans leurs politiques d'investissement. On se rapproche ainsi de l'intérêt social à la française.⁶⁵

Les grands investisseurs internationaux ont pris une part de plus en plus significative dans le capital des grands émetteurs français. Cette situation conduit peu à peu les entreprises françaises à modifier leurs normes de comportement pour les rapprocher de celles qui, étant déjà appliquées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, sont désormais attendues d'elles.⁶⁶ C'est pourquoi et en dehors de toute coercition législative ou réglementaire, le monde entrepreneurial français accélère sa mutation vers des standards de gestion et de compétitivité anglo-saxonne. Le sentiment que certaines règles du gouvernement d'entreprise ne sont pas respectées peut en effet entraîner une incitation négative d'investissements. L'application de certaines règles résultant de la notion de *corporate governance* par les sociétés françaises, se présente comme le deuxième objectif des investisseurs institutionnels internationaux. Ainsi, les entreprises doivent donner des garanties en matière de gouvernement d'entreprise parce

⁶¹ J-M. DARROIS, A. VIANDIER, "L'intérêt social prime l'intérêt des actionnaires", Les Echos 27 juin 2003

⁶² D. SCHIMDT, "Le droit des sociétés a-t-il été intégré par la loi NRE dans la logique de régulation ?", Petites affiches 3 juin 2002, n° 110, p. 26.

⁶³ Ibid.

⁶⁴ A. MARECHAL, "Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises", op. cit.

⁶⁵ D. PLIHON, J-P PONSSARD, "Les fonds éthiques", dans La montée en puissance des fonds d'investissement quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris 2002.

⁶⁶ V. CANU, B. de SAINT MARS, "Les associations d'actionnaires, élément du gouvernement d'entreprise ?", Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2000, p. 46.

qu'il s'agit d'une condition essentielle pour attirer les capitaux, en particulier ceux des fonds anglo-saxons.

TITRE II L'application des principes de gouvernement d'entreprise par les sociétés françaises

La présence des investisseurs institutionnels internationaux dans les sociétés est stimulante pour l'économie française. Leurs participations sont importantes au point qu'ils peuvent difficilement vendre leurs titres sans réaliser une déstabilisation du marché. A défaut de pouvoir quitter la société, ils tentent d'améliorer les résultats des entreprises dans lesquelles ils ont investi.⁶⁷ Ils sont donc conduits à s'intéresser à la gestion des entreprises pour veiller au mieux à leurs intérêts sur la période d'investissement.

La présence de ce nouvel actionnariat s'accompagne de la formulation d'attentes nouvelles, de plus en plus pressantes, sur des aspects particuliers du gouvernement d'entreprise. La réclamation par les investisseurs étrangers de règles nouvelles de gouvernement d'entreprise ne s'explique nullement par le fait qu'ils considèrent que telle ou telle loi nationale relative aux sociétés offrirait moins de garanties que les standards du *corporate governance*, mais bien parce qu'ils souhaitent que des standards universels et identiques soient appliqués dans le monde entier, pour éviter d'avoir à examiner et comparer des règles légales applicables à chacune des sociétés cotées encore moins de procéder à un examen *in concreto* des pratiques propres à chacune d'elles, sans engager pour autant leur propre responsabilité.⁶⁸ Concrètement, les responsables des fonds d'investissements exercent une influence suffisamment forte pour qu'elle s'apparente à une surveillance efficace de la gestion. Cela se traduit par des attentes qui portent principalement sur deux points à savoir dans un premier temps la transparence, obtenue par une bonne information des actionnaires sur les objectifs et les pratiques de l'entreprise (CHAPITRE I) et dans un deuxième temps par une responsabilisation des organes de direction. (CHAPITRE II)

⁶⁷ N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", op. cit.

⁶⁸ Ph. BISSARA, "Le gouvernement d'entreprise en France : faut-il encore légiférer et de quelle manière ?", Rev. Soc. janvier-mars 2003, p 51

CHAPITRE I La demande d'une transparence accrue

Prendre une bonne décision implique d'être bien informé. Les investisseurs institutionnels sont particulièrement attentifs en la matière. Bien attendu cela suppose qu'ils détiennent un certain pourcentage de participation dans la société, à défaut le coût de l'analyse de l'information serait supérieur au bénéfice attendu. Les « zinzins » demandent par conséquent une information continue de la part de sociétés françaises afin de sécuriser leurs investissements. (SECTION I)

A cette demande, les fonds d'investissements ont trouvé un allié dans la personne du régulateur boursier, la Commission des opérations de bourse (COB) en particulier. Ainsi, le principe de transparence, qui correspond à une exigence de bon gouvernement des entreprises, est tout à la fois une revendication des fonds et un principe clé que l'autorité de régulation a la charge de concevoir et d'imposer. (SECTION II)

SECTION I Les exigences des investisseurs institutionnels pour une bonne information

Les investisseurs institutionnels internationaux sont particulièrement friands d'informations comptables et financières. L'information financière d'une société cotée ne doit pas bien entendu être réservée aux actionnaires mais elle doit être servie au public en général puisque sa finalité est de permettre aux opérateurs de marché de prendre en connaissance de cause leurs décisions d'achat et de ventes de titres.⁶⁹ Les marchés financiers français sont caractérisés par leur opacité. C'est le principal reproche de fonds d'investissement anglo-saxons. Ce sont surtout les informations fournies par les sociétés elles-mêmes qui sont jugées insuffisantes. Le terme le plus souvent utilisé est l'absence de transparence. Les exemples donnés concernent le retard dans la publication des comptes, les pratiques comptables hétérogènes pour des entreprises du même secteur et le manque de lisibilité des comptes.⁷⁰

⁶⁹ Ph. BISSARA, Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement de l'entreprise", op. cit.

⁷⁰ E. JEFFERS, "La place financière de Paris face aux investisseurs américains à l'heure de l'euro", op. cit.

Ils utilisent par conséquent pleinement le droit à l'information qui leur est octroyé par la loi, et ils sont souvent demandeurs d'informations supplémentaires. Ils considèrent d'ailleurs que le délai de quinze jours, qui leur permet d'étudier les documents avant une assemblée, est trop court. Ils souhaitent que ce délai soit porté à un mois, à l'instar du délai de publication au Balo de l'avis de réunion de l'assemblée.⁷¹ Les investisseurs institutionnels souhaitent également une explication des projets de résolutions, particulièrement celles relatives aux nominations, aux renouvellements des mandats d'administrateurs et aux autorisations d'opérations financières. Cela permettrait d'analyser réellement la performance économique et financière de la firme au travers des différentes branches qui composent son activité.⁷² Ensuite, ils souhaitent que les sociétés établissent après la tenue de l'assemblée générale un rapport extrait du procès verbal, permettant aux actionnaires étrangers d'avoir connaissance des résultats des votes, des résolutions adoptées et comprenant une analyse de ces votes. En outre, les fonds d'investissement souhaitent substituer de comptes trimestriels aux comptes annuels, pratique qui a été déjà adopté par des grandes entreprises françaises telles que la BNP, la Société Générale et Paribas.⁷³ Puisque les investisseurs institutionnels sont demandeurs d'une information qualitative et quantitative spécifique, des entreprises réalisent des réunions informelles seulement en leur présence.⁷⁴ En fait, il semble que les institutionnels, plutôt que d'obtenir des informations par l'intermédiaire des spécialistes, souhaitent établir des contacts directs avec les entreprises.

Concernant l'information comptable, les institutionnels sont favorables à une harmonisation qui favorise les comparaisons. En effet, certains groupes n'hésitent pas à faire leur « forum shopping » dans des conventions comptables internationales, pour donner à leurs comptes le profil souhaité. La diffusion de référentiels comptables internationaux auprès des entreprises européennes est l'un des phénomènes pouvant être rapproché de la globalisation des marchés financiers et de la place prépondérante occupée sur ces marchés par les fonds d'investissement anglo-saxons.⁷⁵ En effet, la gestion d'un portefeuille d'investissement internationalement diversifié suppose de comparer des entreprises de différentes nationalités sur la base d'une information homogène, fiable, transparente et présentée de manière rigoureuse. Logiquement, les investisseurs institutionnels anglo-saxons

⁷¹ Y. GUYON, *Les actionnaires étrangers*, op. cit.

⁷² D. BAUDRU, M. KECHIDI, "Les investisseurs institutionnels étrangers: vers la fin du capitalisme à la française?", *Revue d'écon. fin.* 1998, n° 48, p. 93.

⁷³ Interview de M. Prada dans *Option finance* 1999, n° 552

⁷⁴ N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", op. cit.

⁷⁵ A. COURET, "Mondialisation et droit des sociétés, la structure juridique des entreprises (corporate governance)", *Rev. Intern. de droit écon.* 2002 n° 3, p. 339.

sont donc favorables à l'utilisation par les entreprises de référentiels internationalement reconnus, censés garantir la publication d'une information financière de qualité et conforme aux standards auxquels ces intervenants sur les marchés, sont habitués.⁷⁶ L'I.A.S.C.(International Accounting Standards Committee) a achevé le travail d'élaboration d'un corps de règles comptables internationalement reconnues qui sont d'ailleurs adoptées par la Commission européenne. Les entreprises françaises commencent à les utiliser sous la pression des investisseurs institutionnels anglo-saxons.

Le renforcement de la transparence entre l'entreprise et le marché financier constitue un trait caractéristique de l'impact des investisseurs institutionnels internationaux.⁷⁷ Les sociétés françaises essayent de satisfaire leurs revendications pour une communication financière plus transparente et mieux maîtrisée. Cela n'est pas une entreprise facile. Les informations demandées se caractérisent par leur nature de plus en plus technique. Il ne s'agit pas seulement d'échanger quelques données comptables ou financières consolidées. Il faut approfondir sur les choix stratégiques retenus et sur la fiabilité des prévisions de résultat. La démultiplication de l'enjeu de transparence à tous les niveaux constitue donc un relais puissant pour renforcer la pression des marchés financiers sur le pilotage de l'entreprise. Personne ne peut contester la nécessité pour une meilleure information et une transparence du capitalisme français parfois opaque. Mais cette exigence autant légitime qu'elle soit ne doit pas être exagérée de manière à ralentir le développement des activités de l'entreprise.

Le principe de la transparence, principe caractéristique de la doctrine de gouvernement d'entreprise, n'est pas seulement une exigence des investisseurs institutionnels internationaux comme critère fondamental d'investissement, mais aussi il trouve une place primordiale au sein du régulateur boursier.

⁷⁶ W. DICK, P. ZARLOWSKI, "La diffusion de normes comptables internationales" dans La montée en puissance des fonds d'investissement quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris 2002.

⁷⁷ N. MOTTIS, J-P PONSSARD, "L'impact des FIE sur le pilotage de l'entreprise" dans La montée en puissance des fonds d'investissement quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris 2002.

SECTION II L'apport du régulateur boursier

La puissance des fonds d'investissement ne peut se développer dans le fonctionnement des sociétés françaises que s'ils peuvent agir sur les fonds propres accessibles aisément à l'achat et à la vente, à savoir des fonds liquides, c'est-à-dire des titres appartenant aux sociétés cotées.⁷⁸ Dès lors, on ne peut considérer le comportement, les stratégies, et les exigences des fonds d'investissement qu'au regard du marché boursier, lequel s'organise autour des autorités de régulation. En effet, on peut observer une concordance entre les intérêts des investisseurs institutionnels et la fonction des autorités de régulation du marché financier.

La COB exerce une triple mission. Sa fonction touche à la fois à la protection de l'épargne, à la transparence et au bon fonctionnement du marché. Or les modes de gouvernement des entreprises ont là-dessus une influence majeure.⁷⁹ L'autorité du marché comme d'ailleurs les investisseurs internationaux posent la transparence comme principe de légitimité des prises de décision. La COB ne pouvait pas demeurer insensible à un mouvement qui a pris de l'ampleur sur toutes les grandes places financières mondiales. Ses organes ont compris que l'application des principes de gouvernement d'entreprise notamment celui de la transparence, au sein d'une société cotée est devenue un critère d'investissement pour de nombreux gestionnaires français et internationaux.⁸⁰ Elle recommande par conséquent aux émetteurs, pour éviter d'être écartés des choix d'investissement de grands fonds, de communiquer de plus en plus fréquemment des informations sur leur structure et leur processus de décision comme sur les modalités de leur contrôle interne.⁸¹ La COB n'a pas caché ses sympathies pour les conclusions et recommandations des rapports Viénot auxquelles elle souscrit sans réserves.⁸² La Commission souhaite aussi que les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne décrivent de façon transparente les règles de gouvernement d'entreprise qu'elles appliquent et si elles

⁷⁸ M-A FRISON-ROCHE, "Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché", op. cit.

⁷⁹ F. ROUSSEL, "Le régulateur boursier face aux exigences du gouvernement d'entreprise", Bul. COB novembre 2002, n° 373, p. 12.

⁸⁰ A. COURET, "Mondialisation et droit des sociétés, la structure juridique des entreprises (corporate governance)", op. cit.

⁸¹ Par exemple, l'instruction d'application du règlement COB n° 91-02 demande aux sociétés cotées une information sur le fonctionnement des organes de direction, d'administration et de surveillance notamment le nombre de réunions au cours du dernier exercice clos, les dispositions particulières concernant les administrateurs et les comités constitués.

⁸² Bul. COB, n° 338, septembre 1999, p. 13.

ont un dispositif différent de celui préconisé par le rapport Bouton, elles doivent en exposer les motivations et éventuellement les évolutions qu'elles envisagent à court ou moyen terme en ce domaine.⁸³

La COB n'est pas seulement une autorité qui pose des principes. Elle assure aussi leur application et contrôle. Elle dispose un pouvoir important de sanction. Elle contrôle les informations distribuées par les différents émetteurs et peut demander des comptes s'il s'avère que la protection de l'épargne a été atteinte. Ainsi, la COB dispose à l'encontre des dirigeants d'un pouvoir d'action analogue à celui des investisseurs institutionnels. Autorités de marché et investisseurs sont des alliés objectifs. Cela tient sans doute au fait que les investisseurs institutionnels et l'autorité administrative indépendante incarnent, chacun en ce qui les concerne, le marché lui-même et défendent pareillement ses intérêts.⁸⁴ En effet, cette perception similaire, voire unifiée, des fonds d'investissements et de la COB tient au fait que les autorités de marché ont pour office de protéger l'épargne, c'est-à-dire l'investissement, donc les investisseurs, donc les fonds.⁸⁵

Principal fonction de la COB est par conséquent la protection des actionnaires minoritaires. Il ne faut pas oublier que les institutionnels prennent le plus souvent des participations minoritaires dans les sociétés françaises. Ils ne se trouvent pas cependant dans une position de faiblesse en raison de leur influence et poids économique. Autant minoritaires qu'ils soient, on ne peut pas comparer les fonds de pension avec d'autres actionnaires minoritaires tels que la fameuse « veuve de Carpentras ». Les fonds d'investissement bénéficient par conséquent, et dans le respect du principe d'égalité des actionnaires, toutes les informations distribuées par les sociétés émettrices et vérifiées par les autorités de régulation. En raison de leurs capacités professionnelles, ils sont beaucoup plus aptes à les analyser utilement que les autres petits épargnants. Toutefois, la rupture d'égalité entre les investisseurs institutionnels et les actionnaires individuels risque de se réaliser plutôt en raison des contacts informels qui se nouent de façon privilégiée entre les premiers et les dirigeants de sociétés. Cette optique n'est pas prise en considération par les autorités de marché qui intensifient par leurs comportements ce déséquilibre.

La COB mais aussi le CMF sont les organes par lesquels le droit français fait place aux exigences de transparence, de contrôle des décisions et de responsabilité exprimées par les

⁸³ F. BUCHER, "Une approche française néo-impressionniste du gouvernement d'entreprise", l'Agefi, 19 févr. 2003.

⁸⁴ M-A FRISON-ROCHE, "Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché", op. cit.

⁸⁵ Ibid.

investisseurs institutionnels internationaux. Ceux-ci peuvent par conséquent compter sur la vigilance des autorités de marché françaises qui exercent une pression continue aux sociétés de leur ressort pour assurer une information efficiente. La transparence n'est pas cependant la seule exigence des investisseurs internationaux relative à la doctrine de gouvernement d'entreprise. Ils réclament aussi la mise en œuvre d'une responsabilisation rigoureuse des organes de direction.

CHAPITRE II La demande d'une responsabilisation des organes de direction

Les investisseurs institutionnels s'intéressent au fonctionnement interne des sociétés dans lesquelles ils investissent. Notamment, ils se préoccupent de la manière dont la firme est dirigée parce que cela a des incidences sur les performances économiques de l'entreprise. Ils préconisent par conséquent un système de contrôle continue des organes de direction de la société, organes qui assument la lourde responsabilité de la gestion. Ils souhaitent de ce fait améliorer la gouvernance de toutes les sociétés. Leurs revendications de responsabilisation se focalisent ainsi, d'une part aux dirigeants des sociétés (SECTION I) et d'autre part aux organes d'administration. (SECTION II)

SECTION I Les dirigeants de la société

Le rôle central des entreprises dans l'économie de marché rend indispensable la confiance de l'ensemble des acteurs, des investisseurs notamment, dans la manière dont elles sont gérées.⁸⁶ Il ne s'agit pas seulement des décisions de gestion elles-mêmes mais aussi de la manière dont elles sont prises. Les dirigeants des sociétés jouent un rôle primordial pour instaurer cette confiance demandée. C'est à eux qu'incombent la gestion et l'administration de l'entreprise et ils disposent pour cela de larges pouvoirs. Ils doivent faire preuve d'une

⁸⁶ D. HURSTEL, J. MOUGEL, "La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France?", Rev. Soc. janvier-mars 2003, p. 13

obligation de diligence, de loyauté et agir de manière désintéressée c'est-à-dire montrer leur aptitude professionnelle à diriger la société d'une manière optimale.⁸⁷

Les investisseurs internationaux ne sont pas satisfaits avec la nature concentrée du capital français et le fonctionnement interne des organes de direction des sociétés françaises.⁸⁸ En effet, le capitalisme français se caractérise par des participations croisées entre grands groupes, des réseaux d'alliances, des conseils d'administration complaisants dont le principal résultat, sinon l'objectif unique est le maintien en place des dirigeants quelles que soient leurs performances ou plutôt leurs contre-performances.

Les pays anglo-saxons ont pris conscience du fait que les décisions des dirigeants doivent être prises rapidement et cela en fonction d'une pratique de la vie des affaires qui ne peut se laisser enfermer dans une formule rigide. Aux Etats-Unis comme d'ailleurs en Europe, on constate que les révocations des dirigeants se produisent à un rythme sans précédent, et cela parfois dans les grands groupes. L'année 2002, les départs forcés de grands patrons se sont multipliés.⁸⁹ L'accroissement de ces départs brusques constitue une preuve de plus qu'un capitalisme d'entrepreneurs a cédé la place à un capitalisme d'actionnaires. Tous les pays sont en train de se caler sur le modèle américain. Les patrons doivent obtenir des résultats ou s'en aller. En effet, la mauvaise performance pour les actionnaires est la première raison du remerciement des dirigeants. Dans l'esprit des gestionnaires des fonds, les dirigeants d'entreprise ne bénéficient pas d'une légitimité posée définitivement et a priori. Ils ne valent que par la qualité, la promptitude et l'intelligibilité des décisions qu'ils prennent librement mais pour lesquelles ils sont responsables.⁹⁰ L'ère des PDG tout puissants est révolue. Plus sensibles aux retours sur investissement qu'aux empilements d'actifs, les actionnaires reprennent le pouvoir. Qu'ils soient Etats, fonds de pension ou salariés actionnaires, les propriétaires du capital n'ont plus d'états d'âme à sanctionner erreurs de stratégie, mensonges sur les comptes et mauvais résultats.⁹¹

La présence des investisseurs institutionnels internationaux dans les marchés financiers français a provoqué des modifications profondes dans le fonctionnement interne des sociétés

⁸⁷ E. CHAMY, "Transposition du corporate governance anglo-saxon en droit français", Petites affiches 9 juin 1997 n° 69, p. 4.

⁸⁸ B. MOJUYE, "French corporate governance in the new millenium: who watches the board in corporate France?", Columbia Journal of European Law 1999-2000, p. 73.

⁸⁹ A titre d'exemple, sur les 2500 plus grandes entreprises mondiales cotées, 253 ont changé de numéro un selon une étude de la société de conseil Booz Allen Hamilton, Les Echos lundi 12 mai 2003, p. 12 L'exemple le plus frappant est la révocation de J-M Messier du Vivandi Universal.

⁹⁰ M-A FRISON-ROCHE, "Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché", op. cit.

⁹¹ P. LAMM, "La valse des patrons, revanche des actionnaires", Les Echos lundi 12 mai 2003, p. 52.

et dans la perception par les dirigeants de leur responsabilité. Par leurs exigences, les fonds de pension et plus généralement les institutionnels ont considérablement fait évoluer la pratique des affaires dans un souci d'efficacité et d'efficience. Certains dirigeants français, trop habitués à la léthargie du capitalisme national, en ont fait la cruelle expérience.⁹² En effet, le capitalisme français, suite aux privatisations commencées en 1986, se caractérisait par des participations croisées. Ce dispositif était conçu pour lutter contre les OPA et préserver la stabilité de l'actionnariat et des équipes dirigeantes mises en place. Effectivement, le modèle de cœur financier, par la protection des équipes dirigeantes qu'il assure, tend à dissocier propriété et contrôle de l'entreprise en renforçant le pouvoir managérial au détriment des actionnaires. Mais les fonds étrangers acceptent très mal les participations croisées (noyaux durs). Ils préfèrent des mécanismes externes de contrôle des sociétés par le marché, qui permettent les fusions-acquisitions et les OPA hostiles. Celles-ci, par la menace qu'elles représentent, sont un instrument du marché employé pour obliger les dirigeants à opérer des restructurations et à gérer les entreprises conformément à leurs intérêts d'actionnaires. Sous la pression des investisseurs institutionnels, les pouvoirs publics français ont dû mettre fin rapidement au système des participations croisées.⁹³

Les investisseurs internationaux ont d'ailleurs fait pression sur le législateur pour obtenir une dissociation de la fonction de président du conseil d'administration et de celle de directeur général. Leur doléance a reçu l'assentiment du législateur puisque l'article L 225-51-1 du C. com., issu de la loi du 15-05-2001 relative aux nouvelles régulations économiques, permet une telle dissociation. Les investisseurs institutionnels considèrent qu'une dissociation des fonctions permet une pratique du pouvoir plus équilibrée. Ils estiment que diriger un conseil et animer des équipes dans leur travail quotidien requiert des qualités différentes, de plus en cas des difficultés l'indépendance du président permettrait de remplacer plus facilement et rapidement le directeur général.⁹⁴

Les investisseurs anglo-saxons demandent parallèlement l'implication pécuniaire des dirigeants dans le processus de création de valeur par le biais des formules d'intéressement aux résultats. Pour renforcer un lien entre rémunération et performance, plusieurs pistes sont exploitées. Les pratiques correspondantes, après s'être développées aux USA, tendent maintenant à se diffuser en France.⁹⁵ Elles consistent à demander aux dirigeants d'investir

⁹² N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", op. cit.

⁹³ E. JEFFERS, D. PLIHON, "Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement", op. cit.

⁹⁴ A. COURET, "Mondialisation et droit des sociétés, la structure juridique des entreprises (corporate governance)", op. cit.

⁹⁵ N. MOTTIS, J-P PONSSARD, "L'impact des FIE sur le pilotage de l'entreprise", op. cit.

une part significative de leur rémunération sous forme d'actions. En outre, elles consistent à attribuer des primes directement en fonction de la performance boursière, l'usage de stocks-options s'inscrivant exactement dans ce cadre. Enfin, elles consistent à attribuer de bonus annuels ou pluriannuels sur la base d'indicateurs internes plus directement reliés aux cours de la bourse que les indicateurs comptables traditionnels. On voit clairement la volonté des investisseurs institutionnels de mettre en place une évaluation interne et régulière des performances des dirigeants qui permettrait ensuite une prise de conscience plus en amont des difficultés.⁹⁶

Avec la dissociation des fonctions, la transparence de la rémunération des dirigeants est un sujet prioritaire pour l'amélioration des pratiques de gouvernement des sociétés. Plusieurs dispositions de la loi NRE sont venues consacrer cette transparence. Désormais, il ne sera plus possible de dissimuler aux actionnaires le montant des rémunérations perçues par les mandataires sociaux. Selon l'article L 225-102-1 du C. com., dans le rapport présenté à l'assemblée générale, le conseil d'administration ou le directoire devront rendre compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés durant l'exercice à chaque mandataire social.

La responsabilisation des dirigeants ne suffit pas selon les investisseurs institutionnels pour assurer la pérennité et l'efficacité de l'entreprise. Ils demandent en outre une plus large participation et implication des administrateurs.

SECTION II Les administrateurs de la société

Les administrateurs ont un rôle très important dans la société. Réunis en conseil d'administration et sous la présidence le plus souvent du dirigeant, ils déterminent les orientations de l'activité de la société et veillent à leur mise en œuvre. Ils assistent le président de la firme à son travail de gestion. Ils peuvent se saisir de toute question intéressant la bonne marche de la société et règlent par leurs délibérations les affaires qui la concerne. Ils ont ainsi une fonction de surveillance et de contrôle des activités développées par l'entreprise.⁹⁷ Ils peuvent devenir par conséquent un contrepoids considérable à l'encontre du processus d'enracinement des dirigeants puisqu'ils ont le pouvoir de les

⁹⁶ R. ROUTIER, "De nouvelles pistes pour la gouvernance ?", *Bul. Joly Sociétés* juin 2003 n° 6, p. 611.

⁹⁷ F. PELTIER, "La convergence du droit français avec les principes de la « corporate governance » américaine", *JCP entr.* 1997 n° 23, p. 245.

démettre de leurs fonctions. Mais en pratique les choses se passent autrement. En réalité, les administrateurs n'assument pas entièrement leur rôle.

Les investisseurs institutionnels internationaux émettent des critiques récurrentes sur le fonctionnement des sociétés françaises et plus particulièrement sur la passivité des administrateurs à l'accomplissement de leurs tâches au sein du conseil d'administration et leur manque de professionnalisme.⁹⁸ Les conseils des entreprises françaises sont soupçonnés d'absentéisme, de négligence voire de turpitude.⁹⁹ En effet, ils sont devenus des chambres d'enregistrement de décisions des dirigeants sans combattre sur l'efficacité et bien-sûr sans contrôler les conséquences. Ils ont le droit de désigner le président mais en réalité c'est lui qui les nomme en mettant en place de personnes qui lui seront fidèles de telle manière qu'il peut éviter un contrôle gênant de leur part sur ses activités.

L'absence presque de contrôle sur la gestion de l'entreprise ne favorise pas les investissements dans les sociétés françaises par les fonds étrangers. Pour ces investisseurs, les administrateurs doivent assumer un devoir de diligence et un devoir de loyauté. Les membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance selon le cas sont responsables devant les actionnaires et doivent toujours agir en fonction de leurs intérêts. Ils ne doivent jamais user leur position pour réaliser un profit personnel ou bénéficier de tout autre avantage. Les administrateurs ont l'obligation d'exercer leurs fonctions de bonne-foi et avec le soin attendu d'une personne normalement prudente dans l'exercice d'une telle mission et dans des circonstances identiques. C'est dans cette culture juridique qu'évoluent les institutionnels internationaux et l'imposent comme critère d'investissement.¹⁰⁰

Face à leurs pressions, de notables évolutions ont été observées relatives au fonctionnement et l'efficacité des conseils d'administration des sociétés françaises. La loi NRE a réduit le seuil maximum des cumuls autorisés. Une personne physique ne peut exercer simultanément plus de cinq mandats d'administrateurs de sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire français. (art. L 225-21 C. com.) La pratique observée auparavant, que chaque administrateur pouvait appartenir à huit conseils d'administration, était vouée à l'échec en raison du manque du temps et d'énergie pour qu'il puisse se consacrer avec efficacité à son travail de contrôle. Les administrateurs sont ainsi devenus mieux à même d'exercer un réel

⁹⁸ B. MOJUYE, "French corporate governance in the new millenium: who watches the board in corporate France?", op. cit.

⁹⁹ Ph. BISSARA, "Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement d'entreprise", op. cit.

¹⁰⁰ F. PELTIER, "La convergence du droit français avec les principes de la « corporate governance » américaine", op. cit.

contrôle de la gestion sociale et d'imposer le respect de leurs devoirs aux dirigeants sociaux.¹⁰¹

Plusieurs rapports prônant le renforcement du rôle du conseil d'administration et des actionnaires en tant que contre-pouvoirs ont été publiés en France. Ces recommandations préconisent la création de différents comités qui visent à améliorer la gestion des sociétés. La multiplication des comités d'audit et de rémunération et surtout des comités de nomination dans les grandes entreprises témoigne de la bonne volonté des entreprises françaises face aux exigences des fonds d'investissement étrangers. Ils souhaitent d'ailleurs que ces comités soient composés notamment d'administrateurs indépendants.¹⁰² La notion d'administrateur indépendant était inconnue dans le droit des sociétés en France. Son introduction a été préconisée, d'abord par les rapports Viénot I et Viénot II, puis par le rapport Bouton, lequel recommande que le conseil d'administration soit composé d'au moins une moitié d'administrateurs indépendants.

Pour les investisseurs internationaux, une bonne pratique du gouvernement d'entreprise implique le développement d'une comitologie au sein de la société et aussi la présence significative d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration. Ils souhaitent en outre que le nombre d'administrateurs soit limité et que leurs jetons de présence doivent varier selon leur assiduité. Mais plus que leur nombre et leur présence, c'est l'efficacité des administrateurs qui est fondamentale. L'évaluation de leur travail devient une exigence à condition d'évaluer le quantitatif mais également le qualitatif. Les institutionnels ne vont pas hésiter à engager la responsabilité d'un administrateur sur le fondement d'un défaut de diligence si son évaluation s'avère négative.

Les investisseurs institutionnels sont responsables vis-à-vis de ceux qui leur confient leurs fonds, de leur négligence sinon de leurs erreurs. L'une des négligences qui pourrait leur être reprochée serait d'investir dans les titres d'une société qui n'offrirait pas des garanties relatives à la qualité de contrôle exercé par le conseil d'administration sur les dirigeants exécutifs et d'avoir ainsi pris le risque d'éventuels dysfonctionnements entraînant la dévalorisation de leurs actifs.

Les investisseurs institutionnels internationaux privilégient les investissements à la place financière de Paris si leurs doléances sont prises en compte. Ainsi, des actionnaires

¹⁰¹ V. MAGNIER, "L'évolution du gouvernement d'entreprise en France", dans La montée en puissance des fonds d'investissement quels enjeux pour les entreprises ? sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation Française, Paris 2002.

potentiels, ils évoluent à des actionnaires réels. Ils deviennent par conséquent des actionnaires dans les sociétés françaises mais des actionnaires dotés des caractéristiques spécifiques en raison de leur nature particulière et de leur influence dans le fonctionnement interne des sociétés.

¹⁰² Selon le rapport Bouton l'administrateur indépendant est défini comme un administrateur n'entretenant aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.

PARTIE II Les investisseurs institutionnels internationaux : des actionnaires spécifiques

Les investisseurs institutionnels internationaux sont devenus en raison de leurs prises de participations dans les sociétés françaises des acteurs prédominants de l'économie nationale. Ils concourent en outre à l'évolution des marchés financiers en imposant leur culture juridique anglo-saxonne concernant en particulier le fonctionnement interne des entreprises. Leur présence au sein du capital de grandes sociétés françaises ou dans les sociétés avec fort potentiel de développement affecte profondément l'organisation de celui-ci.

En effet, bien qu'ils soient des actionnaires au même titre que les autres associés, leur influence et place dans la structure de l'entreprise ne sont pas similaires. On ne peut pas comparer les investisseurs institutionnels avec les petits épargnants disposant des parts insignifiantes de la société malgré le fait que tous les deux soient des actionnaires minoritaires. Les fonds d'investissements se distinguent des autres petits actionnaires du fait qu'ils sont en mesure d'influencer les décisions prises par les majoritaires et que les orientations stratégiques de l'entreprise correspondent à leurs exigences et attentes. Leur position particulière en tant qu'actionnaires, se manifeste par un comportement actif qui se développe dans les sociétés dans lesquelles ils investissent pour assurer la prise en compte de leurs objectifs. (TITRE II)

La spécificité des investisseurs institutionnels internationaux en leur qualité d'actionnaires ne se caractérise pas seulement de leur activisme. Pour pouvoir exercer leurs droits des actionnaires, ils doivent d'abord être identifiés en tant que tels. Mais leur identification n'est pas une entreprise facile. En effet, les investisseurs institutionnels internationaux ne participent pas directement dans les sociétés françaises, mais ils le font à travers d'intermédiaires qui exercent à leur place les droits politiques des actions qu'ils disposent. C'est de cette situation qui découle la spécificité des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires, à savoir que pour l'exercice des droits afférents aux titres qu'ils détiennent, s'interposent des intermédiaires qui n'ont pas la qualité d'actionnaire. La loi a par conséquent mis en place une procédure d'identification des actionnaires non-résidents dans l'objectif de faciliter le fonctionnement des sociétés en raison de leur présence. (TITRE I)

TITRE I L'identification des actionnaires non-résidents

La loi NRE du 15 mai 2001 et le décret d'application du 3 mai 2002 instituent une procédure d'identification des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises et facilitent l'exercice du droit de vote de ces actionnaires. Cette réforme introduit une meilleure transparence dans l'actionnariat des sociétés cotées et consacre une nouvelle relation d'intermédiation entre l'investisseur non-résident, propriétaire de titres, et l'intermédiaire inscrit, détenteur et gestionnaire de ces titres. En effet, les investisseurs institutionnels internationaux recourent, tant par commodité que par habitude, à des intermédiaires dont le statut comme les modes d'intervention ne correspondaient pas à des concepts du droit français.¹⁰³ L'acquisition des titres par ces investisseurs ne se fait pas toujours en devenant directement titulaires des actions. Ils n'ouvrent pas le plus souvent à leur nom un compte-titres en France. Leurs titres sont donc acquis et détenus par un intermédiaire qui fait figure d'actionnaire apparent.¹⁰⁴ Les difficultés d'identifier les actionnaires non-résidents et l'absence de participation de ces investisseurs aux assemblées d'actionnaires perturbent le fonctionnement des sociétés cotées.¹⁰⁵ La loi NRE a pris acte de l'existence sur toutes les places financières d'opérateurs tels que le nominee, le trustee ou le global custodian, en les identifiant sous la dénomination générale d'intermédiaires inscrits. (CHAPITRE I) Le droit français admet par conséquent, l'existence d'intermédiation d'actions dans les sociétés françaises, mais il la soumet à un régime particulier. (CHAPITRE II)

¹⁰³ J-P VALUET, "L'identification des actionnaires des sociétés cotées, le rapport du groupe de travail réuni à l'ANSA", Rev. Soc. octobre-décembre 1996, p. 707.

¹⁰⁴ M. STORCK, "Les nouvelles dispositions applicables au vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises", RTD com. juillet-septembre 2002, p. 502.

¹⁰⁵ Par exemple, les difficultés concernant la réunion du quorum dans les assemblées des actionnaires.

CHAPITRE I L'existence d'intermédiation d'actions

Les actions au porteur¹⁰⁶ de sociétés françaises admises sur un marché réglementé sont inscrites dans un compte global d'émission auprès du dépositaire central français chargé de la compensation des titres (Euroclear France), lequel ouvre des comptes au nom d'établissements habilités adhérents. Ces adhérents détiennent des actions pour leur compte propre ou pour le compte d'autrui. Dans cette dernière hypothèse, la personne pour laquelle les titres sont détenus peut, éventuellement, n'être qu'un intermédiaire détenant ces actions pour un autre intermédiaire et ainsi de suite, jusqu'à l'actionnaire réel. Toute une série d'intermédiaires dans la gestion et la conservation d'actions pour le compte d'autrui peuvent donc venir s'interposer entre la société émettrice et l'actionnaire réel.¹⁰⁷ On va examiner dans un premier temps la notion de cet intermédiaire (SECTION I) pour déterminer dans un deuxième temps sa responsabilité vis-à-vis la société émettrice et vis-à-vis les investisseurs institutionnels qu'il représente. (SECTION II)

SECTION I La notion d'intermédiation d'actions

L'article L 228-1 al. 3 du C. com., issu de la loi NRE, dispose que lorsque les titres de capital de la société ont été admis aux négociations sur un marché réglementé et que leur propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français au sens de l'article 102 du C. civ., tout intermédiaire peut être inscrit pour le compte de ce propriétaire. Cette règle vient rompre avec la situation antérieure qui interdisait l'inscription aux comptes de la société aux personnes qui n'étaient pas les véritables propriétaires des actions détenues. De tels intermédiaires étaient assimilés à des actionnaires apparents et dès lors que leur véritable qualité était révélée, ils risquaient de se voir interdire l'exercice de droit de vote, voire même être passibles des sanctions pénales.¹⁰⁸ Le nouveau dispositif introduit par la loi NRE tend à

¹⁰⁶ Les actions nominatives par définition ne posent pas des difficultés d'identification.

¹⁰⁷ A. COURET, "Actionnaires non-résidents et détention des titres sur des places étrangères : la question d'identification de l'actionnaire réel", *Droit et Patrimoine* mai 2000, p. 103.

¹⁰⁸ Les votes des actionnaires non-résidents ne pouvaient qu'être exprimés par correspondance ou par une transmission de pouvoir en blanc par les intermédiaires ou par un vote exercé par un intermédiaire mandataire qui soit en même temps propriétaire d'au moins une action de la société émettrice.

normaliser des situations qui sont devenues inévitables du fait des pratiques généralisées dans le monde anglo-saxon.¹⁰⁹

La loi n'a pas défini précisément l'intermédiation visée à l'article du C. com. Ainsi que l'a relevé un auteur, les termes de la loi sont plutôt ambigus.¹¹⁰ La doctrine reste partagée quant à la détermination de sa notion. Une chose est cependant certaine à savoir que l'intermédiaire de l'article L 228-1 al. 3 du Code de commerce n'est pas actionnaire de la société puisqu'il est autorisé à s'inscrire en compte pour les actions possédées par ses clients non-résidents en France.

Plusieurs sont par conséquent les qualifications proposées. En effet, une analyse exégétique de la loi pourrait rapprocher cette intermédiation de celle d'un mandat puisque l'intermédiaire peut être amené à voter ou transmettre un pouvoir lors des assemblées générales d'actionnaires d'après les instructions du propriétaire d'actions.¹¹¹ Selon cette conception, on est en présence d'un acte par lequel une personne (le propriétaire d'actions, les investisseurs institutionnels en occurrence) donne à une autre (l'intermédiaire) le pouvoir de faire quelque chose (exercer le droit de vote des actions ou transmettre le pouvoir selon les termes de la loi) pour le propriétaire d'actions et en son nom. Le rapprochement de ce concept avec la définition du mandat aux termes de l'article 1984 du C. Civ est évidente.¹¹²

Mais une autre analyse pourrait induire une conclusion différente. Il y fait référence au « mandat général de gestion des titres » dont pourrait être titulaire l'intermédiaire. A la différence du mandat de l'article 1984, l'intermédiaire ne serait pas obligé d'exécuter les instructions spécifiques du propriétaire des actions, mais serait seulement tenu d'une obligation plus générale de gestion. L'analyse de la loi n'est donc guère concluante pour déterminer la nature juridique de l'intermédiation d'actions, puisque ses propres termes renvoient à des qualifications opposées.

Un auteur a considéré que l'intermédiaire inscrit n'est pas un mandataire, ni un prête-nom, ni un dépositaire, ni un représentant de ses clients.¹¹³ Il est vrai, qu'on ne peut pas réduire l'intermédiaire d'actions à une seule de ces catégories puisqu'il peut recouvrir des facettes de certaines d'entre elles selon le cas. Plusieurs institutions étrangères inconnues du droit français devront être traduites dans des catégories du for en prenant en compte

¹⁰⁹ J-P VALUET, "Identification et vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées", Rev. Soc. juillet-septembre 2001, p. 571.

¹¹⁰ P. Le Cannu, Droit des sociétés, édition Montchrestien 2002, n° 806.

¹¹¹ F. BARRIERE, "L'intermédiation d'actions", Bul. Joly Sociétés, mai 2003, p. 513.

¹¹² Selon l'article 1984 du C. civ. le mandat ou procuration est un acte par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom.

notamment leur finalité, ce qui milite en faveur d'une catégorie d'intermédiaires d'actions assez ouverte pour pouvoir répondre de façon adéquate à la confrontation entre le droit français et des mécanismes inconnus du for.¹¹⁴ La présence des investisseurs institutionnels internationaux, source indéniable de financement pour les entreprises, sera ainsi facilitée.

Tout intermédiaire alors, personne morale ou personne physique, prestataire de services d'investissement ou banquier, résident français ou non-résident, peut, pour le compte de tiers, s'inscrire en son nom dans le compte d'actionnaires d'une société émettrice cotée française. Il est susceptible d'exercer les droits de véritables actionnaires qu'il représente et pour cette raison il assume une lourde responsabilité

SECTION II La responsabilité de l'intermédiation d'actions

L'intermédiaire inscrit détenteur des titres de capital appartenant à des non-résidents est tenu de déclarer sa qualité d'intermédiaire et de communiquer les renseignements relatifs à l'identification des actionnaires réels non-résidents. Des institutions telles que les trustees et les nomines se déclarent en tant qu'intermédiaires inscrits et représentent à ce titre les investisseurs institutionnels pour leurs participations dans les sociétés françaises. Dans leur rôle d'intermédiaires inscrits, elles peuvent engager leur responsabilité non seulement à l'égard des investisseurs non-résidents pour lesquels ils travaillent, mais aussi à l'égard de la société émettrice.

En premier lieu, la responsabilité de l'intermédiaire inscrit vis-à-vis de sa clientèle pourrait être engagée si, faute de sa part d'avoir déclaré qu'il agit comme intermédiaire inscrit, ses clients avaient à supporter des sanctions du fait de cette omission.¹¹⁵ Une telle attitude aurait pour conséquence que les investisseurs institutionnels n'auront pas pu exercer les droits afférents aux actions détenues comme par exemple le droit de vote, ce qui risquerait avoir de lourdes conséquences pécuniaires.

En outre, l'intermédiaire inscrit peut engager sa responsabilité, s'il commet une faute professionnelle en n'exécutant pas les instructions de ses clients. Cela peut résulter par exemple, s'il n'a pas déclaré le franchissement des seuils exigé par la loi et s'il a voté contrairement aux instructions des fonds d'investissement qu'ils l'ont engagé. A ce titre, sa

¹¹³ M. STORCK, "Les nouvelles dispositions applicables au vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises", op. cit.

¹¹⁴ F. BARRIERE, "L'intermédiation d'actions", op. cit.

responsabilité résulte le plus souvent directement de la relation contractuelle qui l'unit avec ses clients.¹¹⁶ Enfin, sa responsabilité vis-à-vis de ses propres clients peut être engagée, s'il ne les prévenait pas que les dispositions légales françaises relatives à l'identification des actionnaires sont d'ordre public et s'imposent à tous les détenteurs d'actions des sociétés françaises admises aux négociations sur un marché réglementé et que le refus de se laisser identifier peut les exposer à des sanctions prévues par la loi française.

En effet, selon l'article 228-3 du C. com., l'intermédiaire inscrit est tenu de fournir sur toute sollicitation de l'émetteur, l'identité de ou des propriétaires réels des actions. S'il ne le fait pas en voulant garder le secret des personnes qu'il représente, il engage sa responsabilité. Il encourt à ce titre des sanctions prévues par la loi. En premier lieu, s'il n'a pas révélé l'identité des propriétaires des titres à la demande de la société émettrice, le vote émis par cet intermédiaire inscrit lors d'une assemblée des actionnaires ne pourra pas être pris en compte. En outre, lorsque la personne inscrite aura fait l'objet d'une demande d'identification, et qu'elle aura omis de transmettre, dans les délais prévus par les textes, l'identité demandée ou aura transmis des renseignements incomplets ou erronés, les titres en cause, jusqu'à la régularisation, seraient automatiquement privés du droit de vote et le paiement du dividende serait différé. Ainsi, les sanctions encourues sont suffisamment lourdes pour inciter les intermédiaires de respecter leurs obligations légales.

On peut s'interroger sur l'étendue de la responsabilité de l'intermédiaire inscrit lorsque son propre client, s'il est lui-même un intermédiaire, refuse à dévoiler le nom du propriétaire des titres. Il est probable en effet que l'intermédiaire inscrit se heurtera dans un certain nombre de cas au refus de son propre client de dévoiler le nom de l'actionnaire réel, refus à l'appui duquel serait par exemple invoquée une clause du contrat de gestion liant celui-ci et son intermédiaire conservateur.¹¹⁷ Du moins, il pourra considérer qu'il s'agit de propriétaires apparents, s'il a effectué les diligences nécessaires, c'est-à-dire interrogé ses clients. Mais une fois que ses obligations de moyens auront été remplies, on ne saurait demander à l'intermédiaire inscrit de révéler plus de renseignements qu'il en possède, pas plus qu'il ne pourra forcer ses clients à en produire davantage qu'ils n'en auront.¹¹⁸ Il est donc recommandé que l'intermédiaire, afin de dégager sa responsabilité, mentionne dans sa

¹¹⁵ "L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises", Association Nationale des Sociétés par Actions, janvier 2003, disponible dans le site www.ansa.asso.fr

¹¹⁶ J-P VALUET, Z. SEKFALI, "La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au trustee et au nominee", op. cit.

¹¹⁷ A. COURET, "Actionnaires non-résidents et détention des titres sur des places étrangères : la question d'identification de l'actionnaire réel", op. cit.

réponse l'incertitude dans la quelle il se trouve à propos de la qualité d'un certain nombre de personnes figurant sur la liste qu'il transmettra à la demande de la société émettrice.¹¹⁹

L'intermédiation d'action est une réalité au sein des marchés financiers français, surtout après son adoption par la loi NRE. Elle coïncide aux pratiques des investisseurs institutionnels qui n'ont pas de temps à consacrer au contrôle quotidien de gestion de l'entreprise. Les intermédiaires inscrits assument en quelque sorte le rôle d'actionnaire qui incombe normalement à ces investisseurs. Cela tient de leur régime polyvalent.

CHAPITRE II Le régime de l'intermédiation d'actions

Déterminer la personne devant être qualifiée d'actionnaire est important. En effet, plusieurs conséquences découlent de cette qualité.¹²⁰ Par exemple, une personne qui n'est pas titulaire d'actions ne peut pas se présenter avec cette qualité aux assemblées d'actionnaires et ne peut pas y voter, sous peine des sanctions pénales et de risque que son vote soit contesté. Auparavant, un actionnaire ne pouvait pas conférer un mandat permanent de vote relatif à ses actions au profit d'autrui et en tout état de cause l'actionnaire ne pouvait donner mandat qu'un autre actionnaire ou à son conjoint.¹²¹ Si des mandataires ne répondant pas à ces impératifs étaient admis en assemblées d'actionnaires, des risques de remise en cause des résolutions adoptées existaient.¹²² La loi NRE et son décret d'application ont créé un régime juridique nouveau applicable à l'intermédiation d'actions pour répondre aux exigences des investisseurs institutionnels internationaux qui se trouvaient dans l'impossibilité de défendre leurs intérêts dans les assemblées d'actionnaires du fait de leur éloignement. C'est par conséquent, l'intermédiaire inscrit qui participe à leur place dans les assemblées.

Le domaine du régime nouveau d'intermédiation d'actions a été défini restrictivement. Deux conditions cumulatives se posent. D'une part, les titres de capital de la société doivent être admis aux négociations sur un marché réglementé. D'autre part, le propriétaire des actions ne doit pas avoir son domicile sur le territoire français, au sens de l'article 102 du Code civil. Cette limitation de l'intermédiation d'actions seulement aux actionnaires n'ayant

¹¹⁸ "L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises", Association Nationale des Sociétés par Actions, op. cit.

¹¹⁹ *ibid.*

¹²⁰ J-P VALUET, "L'identification des actionnaires des sociétés cotées, le rapport du groupe de travail réuni à l'ANSA", op. cit.

¹²¹ C. com., art. L 225-106 al. 1.

¹²² Y. GUYON, "Les actionnaires étrangers", op. cit.

pas leur domicile en France n'est pas justifiée. On peut penser qu'une personne installée en France (de nationalité française ou non) pourrait, pour différentes raisons préférer investir dans une société française par l'entremise d'un intermédiaire.¹²³ En l'état de la nouvelle législation, ce type d'intermédiation semble exclu.

L'intermédiaire inscrit doit assumer plusieurs obligations. Il doit déclarer sa qualité d'intermédiaire que l'inscription ait lieu sous la forme d'un compte collectif ou en comptes individuels correspondant chacun à un propriétaire. L'intermédiaire d'actions doit aussi révéler l'identité des propriétaires des titres à la demande de la société émettrice. Il doit d'ailleurs effectuer les déclarations de franchissement de seuils prévus par la loi pour l'ensemble des actions correspondant à son inscription en compte. Mais la fonction la plus importante qu'ils assument, c'est l'exercice des droits attachés aux actions et en particulier le droit de vote.¹²⁴

Le droit de vote est un attribut essentiel attaché aux actions. Naturellement, seuls les actionnaires doivent pouvoir l'exercer. La loi NRE fait bénéficier, lorsque les conditions de champ d'application de la loi sont réunies, l'intermédiaire inscrit titulaire d'un mandat général de gestion, de l'exercice du droit de vote au nom de l'actionnaire étranger. L'investisseur non-résident peut donc exercer directement son droit de vote dans les assemblées (en participant à l'assemblée ou par correspondance ou par Internet ou par procuration) mais il a la possibilité s'il le désire donner des instructions de vote à l'intermédiaire inscrit.¹²⁵

L'intermédiaire inscrit pourra voter à l'assemblée en transmettant à l'émetteur, sous sa signature, un bulletin individuel ou global. En effet, pour transmettre les votes de ses mandants actionnaires non-résidents, si ceux-ci ne souhaitent pas participer eux-mêmes, l'intermédiaire d'actions ne pourra que signer lui-même les bulletins de vote individuels (pour un actionnaire) ou collectifs (pour une pluralité d'actionnaires) correspondant aux comptes de titres qu'il a ouverts pour le compte d'autrui.¹²⁶ Le vote émis par l'intermédiaire inscrit pour le compte d'autrui n'est pas à priori subordonné à la présentation de la liste des propriétaires non-résidents des titres. Bien entendu, rien n'oblige un émetteur à réclamer à l'intermédiaire, avant la tenue d'une assemblée d'actionnaires, la liste des propriétaires non-résidents des actions. Il en a la faculté, non l'obligation.

¹²³ F. BARRIERE, "L'intermédiation d'actions", op. cit.

¹²⁴ M-A. FRISON-ROCHE, "Identification des actionnaires", Revue de droit bancaire et financier 2002, p. 172.

¹²⁵ M. STORCK, "Les nouvelles dispositions applicables au vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises", op. cit.

¹²⁶ J-P VALUET, "Identification et vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées", op. cit.

Le vote pour chaque assemblée du propriétaire réel pourra transiter par l'intermédiaire sous la seule signature de celui-ci et sera valide sous la seule condition que cet intermédiaire ait déclaré sa qualité. Ce vote sera émis en vertu d'un mandat général de gestion des titres.¹²⁷ Le « mandat général de gestion des titres » en vertu duquel l'intermédiaire inscrit peut licitement transmettre les votes de ses clients, peut être très large et ne pas seulement se limiter au vote. En ce qui concerne, le vote, très souvent, les intermédiaires américains reçoivent de leurs clients investisseurs des instructions par type de résolution. Pour les sociétés émettrices de droit français, de telles instructions ne peuvent concerner qu'une seule assemblée, mais peuvent être bien évidemment renouvelées d'année en année. L'intermédiaire inscrit peut en outre se faire représenter par la personne qu'il choisit, sans être tenu de se faire représenter par son représentant légal ou un préposé ayant reçu délégation à cet effet. Un prestataire des services chargé d'exécuter les instructions de vote provenant de multiples clients, peut donc valablement recevoir délégation de l'intermédiaire inscrit pour acheminer les votes transmis ou émis par celui-ci.

Les investisseurs institutionnels internationaux deviennent de plus en plus des actionnaires dans les sociétés françaises. Ils n'exercent pas cependant eux-mêmes les droits politiques afférents aux titres détenus. Ce sont des intermédiaires qui participent à leur place dans les assemblées d'actionnaires. Malgré ce constat, personne ne peut soutenir que les fonds d'investissement sont des actionnaires « fictifs ». Leur qualité d'actionnaire est incontestable et cela se manifeste par leur interventionnisme dans les affaires sociales.

¹²⁷ "L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises", Association Nationale des Sociétés par Actions, op. cit.

TITRE II L'activisme des investisseurs institutionnels internationaux

La passivité des investisseurs institutionnels a constitué la norme outre-Atlantique jusqu'au milieu des années 80. Tous poursuivaient le même objectif à savoir faire fructifier les actifs dont ils se trouvaient à la tête. A cette intention, les « zinzins » poursuivaient la même voie qui consistait à la pratique d'achats et des ventes dessinées par les variations du marché.¹²⁸ Il n'était pas question de s'impliquer d'une manière quelconque dans la gestion des sociétés faisant partie occasionnellement du portefeuille géré. Le plus simple était de se débarrasser des titres qui ne généraient pas des revenus satisfaisants. Une telle approche d'action a pu être désigné sous le nom de « Wall Street Rule »¹²⁹

Mais la démarche des fonds d'investissements a changé. Ils s'intéressent de plus en plus à la gestion de la société dans laquelle ils investissent. Ils assument entièrement leur rôle d'actionnaire en exerçant presque tous les droits rattachés aux titres qu'ils possèdent. L'activisme au sens large peut se définir comme la manifestation de la part d'un investisseur de son mécontentement quant à la stratégie ou à la performance d'une firme dont il est actionnaire.¹³⁰ Les gestionnaires internationaux sont devenus des actionnaires très actifs par rapport les autres actionnaires minoritaires parce qu'ils disposent les moyens financiers pour assumer ce rôle. Ils ont la capacité d'orienter l'administration de l'entreprise vers les directions qu'ils souhaitent. L'activisme de ces actionnaires spécifiques peut s'observer d'une part par l'exercice du droit de vote dans les assemblées des actionnaires (CHAPITRE I), et d'autre part par leur interventionnisme quotidien dans les affaires sociales. (CHAPITRE II)

¹²⁸ F. MANIN, Les investisseurs institutionnels, thèse, op. cit.

¹²⁹ D. D GUERCIO, J. HAWKINS, "The motivation and impact of pension fund activism", Journal of Financial Economics 1999, n° 52, p. 293.

¹³⁰ F. HERVE, "Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noires du conseil des investisseurs institutionnels ?", Revue d'écon. fin. 2001, n° 63, p. 125.

CHAPITRE I L'exercice de droit de vote dans les Assemblées Générales

Le droit de vote est traditionnellement considéré comme un élément intangible de l'architecture de la société.¹³¹ Le vote est une action par laquelle un membre d'une assemblée délibérante participe au scrutin en exprimant son opinion selon la procédure prévue. A travers l'exercice du droit de vote, l'actionnaire est en mesure d'influencer les décisions dans la société. Les investisseurs institutionnels détiennent le plus souvent des participations minoritaires dans les entreprises françaises. Leur faible pourcentage ne leur permet pas alors de jouer un rôle important dans l'adoption de différentes délibérations. Ils sont cependant contraints à voter en raison d'une réglementation rigoureuse qui vise principalement la protection des intérêts de leurs clients.(SECTION I) Une fois obligés de participer dans les assemblées d'actionnaires, les manifestations de leur vote varient selon les priorités qu'ils ont affichées.(SECTION II)

SECTION I L'obligation de droit de vote

Pendant une très grande période, on a pu constater que les investisseurs institutionnels internationaux n'exerçaient pas leurs droits de vote dans les assemblées des actionnaires des sociétés françaises. Les motifs que les gestionnaires étrangers évoquaient pour justifier leur absentéisme étaient divers. Tout d'abord, ils évoquaient le manque du temps. Etant donné du fait qu'ils ont la qualité d'actionnaire dans plusieurs entreprises en même temps, ils ne pouvaient pas être présents dans toutes les assemblées.¹³² En outre, la pratique de non-participation était accentuée du fait que lorsque les gestionnaires souhaitaient voter, les titres détenus étaient bloqués pendant quelques jours avant la tenue de l'assemblée générale afin que l'identité de leur possesseur soit vérifiée. Ce blocage présente de réelles difficultés puisque les fonds d'investissement souhaitent pouvoir vendre les titres à n'importe quel moment au cas où la situation du marché le favoriserait.¹³³ Il faut aussi rappeler que le plus souvent, les investisseurs internationaux participent aux sociétés françaises au travers d'une

¹³¹ M. GERMAIN, "Le droit de vote", Petites Affiches, 4 mai 2001 n° 89, p. 9.

¹³² S. Le PAGE, "Les gérants veulent améliorer l'exercice des droits de vote dans les assemblées générales", Les Echos, mardi 11 février 2003, p. 23.

chaîne d'intermédiaires financiers. La législation française avant l'adoption de la loi NRE et la reconnaissance de l'intermédiaire inscrit, interdisait l'exercice d'un mandat de vote par une personne autre qu'un actionnaire.

Le comportement des « zinzins » a évolué. Ils votent de plus en plus dans les assemblées des actionnaires. Cela est certainement dû à certaines modifications de la législation française, comme par exemple la loi NRE, qui avaient pour objectif de faciliter la participation des actionnaires étrangers. Selon une enquête de l'AFG-Asffi, alors qu'en 2000, 41,28% des gestionnaires de fonds participaient aux assemblées générales, ce nombre a monté en 64,22% en 2002.¹³⁴ La participation des fonds étrangers aux assemblées d'actionnaires progresse à petits pas. Cela s'explique aussi par une réglementation rigoureuse de leur pays d'origine.

L'obligation de droit de vote des investisseurs institutionnels est apparue aux Etats-Unis le 23 février 1988, dans un document connu sous le nom d'Avon letter. Dans cette lettre adressée par le ministère de travail américain à un dirigeant d'un fond d'investissement, dont l'objet était de préciser la portée d'une disposition de l'ERISA, il est indiqué que les droits de vote attachés aux actions doivent être assimilés à des actifs financiers, et donc être protégés comme tels. En conséquence, il est fait obligation aux fonds relevant du ministère de travail d'exercer ces droits de vote.¹³⁵ En 1994, le ministère du travail a entendu cette obligation de vote aux assemblées générales des sociétés étrangères dans lesquelles les fonds américains visés détiennent des participations. Cette obligation de vote des investisseurs institutionnels américains peut être tempérée par deux considérations. D'une part, il est prévu une exemption à l'obligation lorsque les coûts impliqués par l'exercice des droits de vote (du fait de la variété des cadres réglementaires dans les pays étrangers) sont susceptibles d'excéder le profit qui peut en être attendu. Il appartient par conséquent au gestionnaire du fonds de peser les coûts et les avantages de l'exercice de droit de vote.¹³⁶ D'autre part, l'obligation de vote n'atteint qu'une minorité d'investisseurs institutionnels puisqu'elle s'impose aux seuls fonds de pension qui sont soumis à ERISA à savoir les fonds de pension d'entreprise. Mais ce tempérament reste nuancé du fait que tous les autres catégories de fonds de pension exercent

¹³³ E.F, "Pourquoi les gérants ne votent pas tous aux Assemblées générales", Option Finance 27 janvier 2003, n° 721, p. 10.

¹³⁴ N. ANDERMAHR, V. NAU, "Investisseurs votez", Option Finance 19 mai 2003, n° 737, p. 15.

¹³⁵ P. LEDOUX, Le droit de vote des actionnaires, L.G.D.J 2002.

¹³⁶ F. MANIN, "L'obligation de vote de l'Opcvm et du fonds de pension", Banque et Droit mars-avril 1997, n° 52, p. 17.

de manière régulière le droit de vote.¹³⁷ Ces exceptions apportées à l'obligation de vote ne doivent pas masquer néanmoins que l'exercice de vote par les investisseurs institutionnels internationaux est le signe le plus net de leur activisme grandissant.

L'encadrement juridique américain a été source d'inspiration pour certaines modifications tentées de la législation française concernant la gestion collective. La loi du 25 mars 1997 sur les fonds d'épargne retraite est le premier texte en France qui a essayé d'imposer législativement une obligation de vote. Cette loi n'a jamais été appliquée en raison du changement de majorité intervenu à l'Assemblée Nationale en mai 1997. L'article 13 de la loi disposait que les fonds d'épargne retraite étaient tenus d'exercer effectivement, dans le seul intérêt des adhérents, les droits de vote attachés aux titres détenus par ces fonds. Cette obligation de vote avait un caractère général, ce qui n'était pas le cas dans le système américain où l'exercice de droit de vote était réservé que pour les questions qui pouvaient avoir une incidence sur la valeur d'actions de leur portefeuille.¹³⁸ Le respect de cette obligation était garanti par un système des sanctions qui reposait sur l'intervention de la COB. Cette loi a été inspirée par le rapport Marini en 1996.¹³⁹ M. Marini estimait à l'époque qu'il fallait imposer législativement l'obligation d'exercice du droit de vote conformément aux intérêts fiduciaires des porteurs de parts. En outre, il proposait aux gérants d'exprimer publiquement leurs votes en donnant à ce sujet toutes les explications requises par leurs clients. Enfin, il faut noter, qu'un amendement a été inséré dans le projet de loi sur la sécurité financière pour obliger les OPC à exercer les droits de vote attachés aux titres de valeurs mobilières qu'ils détiennent.¹⁴⁰

Les investisseurs institutionnels internationaux utilisent de plus en plus les droits politiques de leurs titres économiques non seulement parce qu'ils sont contraints par leur législation nationale mais aussi parce que c'est l'un des moyens pour affirmer leurs objectifs et les faire appliquer. Leur participation peut influencer considérablement le fonctionnement interne de l'entreprise selon la manière que se présente la manifestation de leur vote.

¹³⁷ A titre d'exemple, on peut citer que CalPERS qui est l'un des fonds de pension américains les plus puissants financièrement et celui qui passe certainement pour le plus engagé, ne fait pas partie des organismes soumis à l'ERISA et aux normes introduites à partir de ce support législatif.

¹³⁸ A. COURET, "Première traduction législative de la corporate governance : la loi sur les fonds de pension", Recueil Dalloz 1997, p. 241.

¹³⁹ La modernisation du droit des sociétés, Rapport au Premier ministre, Coll. Rapports officiels, La documentation Française, Paris 1996.

¹⁴⁰ La loi n° 2003-706 du 1 août 2003 sur la sécurité financière n'a pas poursuivi cet amendement. Cependant à l'article L 533-4 du CMF a été inséré un alinéa 8 qui dispose que « pour les sociétés de gestion de portefeuille, exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces OPCVM et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice

SECTION II Les manifestations de droit de vote

Les fonds d'investissement internationaux doivent participer dans les assemblées générales et y voter, selon les dispositions de la loi américaine ERISA. Encore cet exercice doit être accompli avec le soin, la compétence, la prudence et la diligence dont un homme prudent agissant avec la même capacité et familier de ce genre de questions, ferait preuve dans la conduite d'une entreprise de type comparable et poursuivant les mêmes objectifs. A ce titre, l'obligation de l'exercice de droit de vote devient un prolongement de l'obligation de loyauté des investisseurs institutionnels à l'égard leurs adhérents.¹⁴¹ En effet, l'essence de l'investisseur institutionnel réside dans le respect que celui-ci doit à celui qui lui fait confiance et qui lui permet d'exercer sa tâche.¹⁴² Si le devoir de voter est respecté par quasiment l'ensemble de fonds d'investissement internationaux, c'est également parce qu'il est devenu un argument commercial. Il témoigne de la diligence du gestionnaire.¹⁴³

L'exercice par les gérants des droits de vote doit s'effectuer par conséquent dans le seul intérêt des leurs clients qui les ont confiés la valorisation de leurs fonds. C'est dans la relation entre investisseur institutionnel et l'épargnant que l'exercice de droit de vote doit être compris.¹⁴⁴ Ce souci transparissait déjà dans une recommandation de la COB datant de 1988.¹⁴⁵ Selon cette recommandation l'exercice par les gérants des droits de vote dans le seul intérêt des souscripteurs était considéré comme une règle fondamentale. Les droits de vote devaient effectivement s'exercer si cet exercice se traduisait par un avantage financier immédiat ou potentiel pour les mandants. . Le respect de ces devoirs apparaît aussi comme l'un des axes essentiels du règlement de déontologie des OPCVM.¹⁴⁶

C'est dans cette primauté des intérêts des adhérents que se fonde la nouvelle obligation imposée par la SEC qui consiste à imposer aux gérants des grands fonds mutuels américains de révéler leurs votes lors les assemblées générales d'actionnaires et d'expliquer à leurs

des droits de vote. En particulier, lorsqu'ils n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou aux actionnaires des OPCVM ».

¹⁴¹ P. LEDOUX, Le droit de vote des actionnaires, op. cit.

¹⁴² F. MANIN, Les investisseurs institutionnels, op. cit.

¹⁴³ N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", op. cit.

¹⁴⁴ F. MANIN, "L'obligation de vote de l'Opcvm et du fonds de pension", op. cit.

¹⁴⁵ Recommandation n° 88-03 concernant l'application des principes et règles de conduite relatives aux gestions sous mandat, Bulletin COB juillet-août 1988, n° 216, p. 28.

¹⁴⁶ Règlement adopté par l'assemblée générale de l'ASFFI le 17 avril 1996, et que la COB a décidé le 14 mai suivant d'étendre à l'ensemble des gestionnaires, membres ou non de cette association.

porteurs de parts pourquoi ils ont voté pour ou contre pour telle ou telle résolution.¹⁴⁷ C'est aussi dans cette logique que le sénateur Marini a suggéré, dans son rapport pour la modernisation de droit des sociétés, la nécessité pour les investisseurs institutionnels de donner toutes les explications requises par leurs clients concernant l'exercice de droit de vote. La mise en avant des intérêts de leurs clients peut poser certaines difficultés d'application du droit de vote surtout dans le cas où on pourrait remarquer une divergence des intérêts. Mais malgré toutes les diversités qui peuvent s'observer dans les attentes de leurs adhérents, cela ne peut affecter le fait que les investisseurs institutionnels cherchent principalement par l'exercice de droit de vote, la valorisation des fonds investis dans le capital des sociétés, exigence indispensable de toute façon pour tous leurs clients. Leur comportement au moment du vote au profit de leurs clients, pourra être néfaste pour la société notamment s'ils privilégient des stratégies qui à long terme pourraient s'avérer préjudiciables. Cela peut arriver parce que leur principal souci est d'avantager les intérêts de leurs adhérents même au détriment des intérêts de l'entreprise.

Le droit de vote peut selon certains, conduire les investisseurs institutionnels à en devenir « les défenseurs obligés de l'actionnariat minoritaire ».¹⁴⁸ Il ne faut pas oublier que c'est par le droit de vote que les actionnaires peuvent faire pression aux dirigeants et même les démettre de leurs fonctions. Mais souvent, les fonds d'investissements anglo-saxons soutiennent par leurs votes les dirigeants des entreprises, surtout lorsqu'ils préconisent dans leur gestion leurs objectifs. En effet, ils ont plutôt tendance à voter avec les dirigeants ou à vendre les titres détenus selon l'expression « voter avec les pieds ». Selon cette pratique, les investisseurs internationaux, lorsqu'ils ne sont pas satisfaits de la gestion menée par les dirigeants de la société, au lieu d'un affrontement avec ceux-ci, ils se contentent simplement à vendre leurs titres et placer les fonds dans une autre société qui va mieux satisfaire les intérêts financiers de leurs clients.¹⁴⁹ Cette passivité laisse aux dirigeants de la société la possibilité de prendre des décisions arbitraires et sans être contrôlés efficacement par les actionnaires. Cette attitude qui conduit à favoriser le pouvoir en place vient se renforcer avec la pratique de la transmission des pouvoirs en blanc. Cependant, il arrive que les fonds de pension préfèrent à encourager les firmes à modifier leurs stratégies par l'intermédiaire de l'exercice de droit de vote au lieu de sortir du capital de la société.

¹⁴⁷ N. BARRE, "Vote des fonds mutuels : vive opposition outre-Atlantique", Les Echos mardi 11 février 2003, p. 23.

¹⁴⁸ M. LERUTH, "Gestion collective et gouvernement d'entreprise : de l'exercice des droits de vote à la défense des minoritaires", Petites affiches 7 mai 1997, p. 19.

¹⁴⁹ E. JEFFERS, D. PLIHON, "Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement", op. cit.

Aux Etats-Unis, les fonds de pension délèguent souvent leur droit de vote à des organismes spécialisés tel que l'Institutional Shareholders Services (I.S.S). L'I.S.S propose des analyses sur les conditions d'exercice de droit de vote, sur les propositions des résolutions et peut exercer directement les votes pour les comptes des investisseurs institutionnels. Une telle spécialisation engendre un risque d'uniformisation.¹⁵⁰ Ces prestataires en effet, proposent des chartes de vote préétablies. Par exemple, l'absence de comités ou d'administrateurs indépendants est sanctionné par ces chartes alors que parfois les résultats de l'entreprises ne sont pas décevantes. Ce vote indiciel ne favorise pas naturellement le développement de la société.

Les investisseurs institutionnels internationaux n'entretiennent pas toujours des relations « amicaux » avec les dirigeants. De plus en plus et dans le cadre de l'essor de leur activisme, ils utilisent leur droit de vote afin de sanctionner les dirigeants qui ne respecteraient pas leur devoir d'efficacité ou d'efficience. Non seulement les fonds d'investissement refusent certaines résolutions mais ils en proposent d'autres qui s'opposent à la direction. Alors qu'en 1999 l'opposition des sociétés de gestion par leur vote à un projet de résolution était 43,30 %, en 2002 ils se sont opposés à 51,35 % des projets des résolutions émanant dans la plus grande nombre de cas par la direction de la société.¹⁵¹ A titre d'exemple, on peut citer l'affaire « André ». Deux fonds d'investissement étrangers, le britannique NR Atticus et l'américain Wyser-Pratte & Co., détenant respectivement environ 32 % et 9 % des droits de vote, ont entendu sortir de l'approche « patrimoniale » traditionnelle pour exercer les droits « politiques » des actionnaires et mettre en cause la gestion par un refus du quitus à l'assemblée.¹⁵²

L'activisme récent des investisseurs institutionnels paraît loin de se manifester uniquement par l'exercice du droit de vote en assemblée générale. Il se caractérise en outre par un interventionnisme de plus en plus accru dans les affaires sociales.

¹⁵⁰ N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", op. cit.

¹⁵¹ Questionnaire de l'AFG-Asfii sur l'exercice des droits de vote des sociétés de gestion en 2002, Option Finance 27 janvier 2003, n° 721, p. 10.

CHAPITRE II L'interventionnisme dans les affaires de la société

La montée en puissance des fonds d'investissement anglo-saxons aux Etats-Unis puis en Europe continentale et les évolutions récentes de l'environnement économique et juridique, correspond à l'émergence d'un nouveau type d'actionnaire dans les sociétés françaises caractérisé par une antinomie. Ils sont des actionnaires minoritaires forts. (SECTION I) Parmi les fonds de pension américains qui investissent en France, le fonds de pension CaLPERS développe un activisme considérable et mérite être étudié en particulier. (SECTION II)

SECTION I Les investisseurs institutionnels internationaux : des actionnaires minoritaires forts

Les actionnaires institutionnels se caractérisent par une contradiction. Ils se comportent comme de simples bailleurs de fonds soucieux d'arbitrages à court terme, alors que leur poids économique fait d'eux des actionnaires contrôlaire impliqués durablement dans la gestion de la firme et confrontés aux difficultés et aux contraintes du pouvoir.¹⁵³ Les responsables de fonds d'investissement comme tous les autres actionnaires minoritaires n'ont pas vocation à intervenir directement dans la gestion opérationnelle ou les orientations stratégiques des entreprises. Leur priorité est la valorisation maximale de leur portefeuille. Toutefois, les investisseurs institutionnels vont développer un comportement actif pour assurer la prise en compte de leurs objectifs par les dirigeants des entreprises et ils ont les moyens d'assurer le succès des actions qu'ils mettent en œuvre, ce qui les distingue des autres actionnaires avec une faible participation dans le capital.¹⁵⁴

En effet, ils sont susceptibles de mobiliser les ressources nécessaires pour peser sur les comportements des dirigeants d'entreprise si ceux-ci n'administrent pas la société dans un sens optimal. A ce titre, les investisseurs institutionnels anglo-saxons, dans les conflits qui les

¹⁵² Pour un aperçu de l'affaire « André » voir V. MAGNIER, "L'évolution du gouvernement d'entreprise en France", op. cit.

¹⁵³ D. DANET, "Crony Capitalism et gouvernement d'entreprise", op. cit.

opposent aux dirigeants, ne vont pas hésiter d'utiliser des procédures judiciaires mais également les médias. En cas d'erreur de gestion, ils tenteront d'engager la responsabilité du dirigeant et cela particulièrement en cas de baisse du cours des titres, puisque celle-ci peut engendrer une moins value préjudiciable aux adhérents auxquels ils doivent rendre des comptes.¹⁵⁵ Pourtant, lorsque la baisse des cours résulte d'une faute de gestion, le dommage atteint certes les actionnaires mais également la société, car cette dépréciation traduit l'amointrissement du patrimoine social. Par conséquent et selon la jurisprudence actuelle, les fonds d'investissement internationaux ne pourront engager que l'action sociale *ut singuli*, ce qui signifie que les éventuels dommages et intérêts seront attribués à la société et non pas aux investisseurs institutionnels eux-même. Néanmoins, un investisseur institutionnel risque d'engager cette action plus facilement qu'un actionnaire individuel. Tout d'abord, parce qu'il dispose les moyens financiers qui lui permettent de poursuivre les aléas d'une bataille judiciaire assez longue et coûteuse. En plus, une telle action peut prouver sa diligence aux adhérents et sa détermination aux autres sociétés dans lesquels il investit.¹⁵⁶

Les fonds d'investissements anglo-saxons utilisent aussi les médias pour faire pression sur les dirigeants. La médiatisation en effet, peut mobiliser l'opinion publique et constituer à ce titre une force de contrôle importante du comportement des dirigeants surtout lorsqu'il s'agit de s'accommoder des considérations éthiques ou environnementales.¹⁵⁷ La capitalisation boursière n'est que le reflet de la croyance du marché à un instant donné.¹⁵⁸ A ce titre, les agences de notation jouent un rôle fondamental concernant la formation d'opinion sur l'efficacité de tel ou tel dirigeant. La situation financière des entreprises importantes fait l'objet d'une évaluation. Celle-ci s'opère à l'instigation de diverses agences de notation financières, qui ne limitent d'ailleurs pas leur action à l'entreprise puisqu'elles sont aussi amenées à noter la solvabilité des pays.¹⁵⁹ Les conséquences de la note pour l'entreprise sont importantes. La médiatisation des notes faibles peut entraîner une chute de la valeur pécuniaire de l'entreprise, ce qui incite les investisseurs institutionnels à effectuer des pressions aux dirigeants dans un objectif d'améliorer l'image de la firme. La médiatisation

¹⁵⁴ D. PLIHON, J-P. PONSSARD, P. ZARLOWSKI, "Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence", dans La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ?, sous la direction de D. PLIHON et J-P. PONSSARD, Documentation française, Paris 2002.

¹⁵⁵ N. CUZACQ, "Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension", op. cit.

¹⁵⁶ *ibid.*

¹⁵⁷ D. PLIHON, J-P. PONSSARD, P. ZARLOWSKI, "Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence", op. cit.

¹⁵⁸ R. ROUTIER, "De nouvelles pistes pour la gouvernance ?", op. cit.

¹⁵⁹ Par exemple, on peut citer des agences telles que Fitch, Moody's, Standard & Poor's.

d'un échec des dirigeants peut être compromettant non seulement pour la société elle-même, mais aussi pour leur avenir professionnel.

La judiciarisation et la médiatisation ne sont pas les seuls moyens qui distinguent les investisseurs institutionnels des autres actionnaires minoritaires. En effet, ce sont des méthodes qui sont utilisées en dernier ressort pour résoudre un conflit entre les gestionnaires internationaux et les dirigeants de la société lors un désaccord concernant l'administration de l'entreprise. Pour ne pas arriver à des relations conflictuelles, les institutionnels cherchent d'avance à connaître les dirigeants et de les faire part personnellement de leurs doléances. Les grands gestionnaires de fonds ont par conséquent des contacts fréquents avec les patrons des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils effectuent régulièrement des visites dans les firmes. Ainsi Fidelity, par exemple effectue 24500 visites par an sur le seul territoire américain, alors que les visites dans les entreprises européennes s'étalent à 6500.¹⁶⁰ Autant qu'aux performances chiffrées, ces gestionnaires s'intéressent aux hommes, à la personnalité du président et de son entourage. A cet effet, ils organisent souvent des rencontres *one to one* entre les dirigeants des entreprises et des analystes financiers délégués par les différents investisseurs institutionnels. Il semble bien que les investisseurs aient une volonté de présence et de connaissance de l'entreprise qui se projette au-delà de ce que peut exiger la mise en place d'une politique purement indicielle de gestion des actifs.¹⁶¹

Parmi les investisseurs institutionnels, le fonds de pension CaLPERS a développé un activisme exemplaire dans les sociétés afin de sécuriser efficacement ses placements.

SECTION II Le cas particulier du fonds de pension américain CaLPERS

CaLPERS (California Public Employees Retirement System), le fonds de pension des employés de l'Etat de Californie gère actuellement environ 140 milliards de dollars.¹⁶² Depuis 1986, il a adopté un comportement d'actionnaire actif. Le programme de *corporate governance* élaboré en 1987 avait mis l'accent sur la qualité de gestion et non pas directement sur les performances des entreprises. A partir de 1990, la stratégie de CaLPERS

¹⁶⁰ A. MARECHAL, "Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises", op. cit.

¹⁶¹ D. BAUDRU, M. KECHIDI, "Les investisseurs institutionnels étrangers: vers la fin du capitalisme à la française?", op. cit.

¹⁶² P. CHARLETY, "Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension", op. cit.

a été redéfinie afin de cibler plus particulièrement les entreprises sous-performantes. On a ainsi assisté en 1992 et 1993 à un comportement parfois très agressif qui a conduit, souvent en collaboration avec d'autres fonds, à la révocation des dirigeants et à une modification de la stratégie des entreprises visées.¹⁶³ Depuis 1997, ce fonds de pension a proposé 37 « principes de bonne gouvernance » et a élargi son champ d'action au-delà des frontières des Etats-Unis. Par exemple, aux principes de « bonne gouvernance » s'ajoutent des mentions particulières pour la France. Ils préconisent la protection et représentation des intérêts des minoritaires, la révision périodique des pratiques de gouvernement d'entreprise avec prise en compte explicite des actionnaires étrangers et la présence des pratiques de nature à accroître la responsabilité des dirigeants devant les actionnaires.¹⁶⁴

Les représentants de CalPERS exigent également de rencontrer l'équipe dirigeante des sociétés dont ils sont actionnaires. A ce titre, l'action de CalPERS consiste à peser sur les décisions du conseil d'administration et à annoncer ses critiques publiquement. Le fonds présente ainsi chaque année une liste des 50 entreprises qui, à ses yeux, sont les plus mal gérées. Cette liste, parfois dénommée « liste noire » peut être un facteur très persuasif pour les dirigeants des entreprises afin d'améliorer leurs performances. En raison de sa médiatisation, la « liste noire » de CalPERS devient un indice de placement qui est prise en compte très sérieusement par les autres investisseurs. Les dirigeants doivent par conséquent tout mettre en œuvre pour éviter d'entrer dans cette liste catastrophique pour leurs entreprises.

Le fonds de pension CalPERS n'hésite pas en outre à devenir administrateur dans les sociétés dans lesquelles il investit. C'est un choix très rare puisque les investisseurs institutionnels le plus souvent, souhaitent garder la liberté de vendre ou d'acheter les titres de l'entreprise concernée sans se trouver confrontés à des problèmes de conflit d'intérêts ou de délit d'initiés. L'action de CalPERS lorsqu'il devient administrateur peut être une source d'efficacité puisque sa vision dans la société n'est pas purement financière et préconise le développement à long terme des entreprises.

Le dynamisme du fonds de pension californien dans les sociétés françaises est évidente. Il participe de manière constante aux votes dans les assemblées des actionnaires même s'il ne fait pas partie des fonds de pension qui sont soumis aux dispositions de la loi ERISA. En outre, il a exigé et a réussi par la COB de faire adopter une instruction qui consiste à demander aux sociétés d'expliquer les mesures qu'ils prennent concernant la mise en

¹⁶³ Par exemple, on peut citer les dirigeants d'IBM, Westinghouse, Kodak et American Express qui ont fait l'expérience de cette attitude activiste de la part de CalPERS. Tous ces dirigeants ont été émis de leurs fonctions en raison de mauvais résultats aux yeux des administrateurs de CalPERS.

application des principes de corporate governance. Enfin, il n'a jamais caché son attachement aux recommandations du rapport Viénot dont il considère l'application comme base minimale de gouvernement des sociétés françaises. CaLPERS sans être l'actionnaire institutionnel avec les participations les plus importantes dans les sociétés françaises, il est caractérisé par un activisme très poussé à l'image de la plupart d'investisseurs institutionnels internationaux, afin de sécuriser les placements de ses adhérents.

¹⁶⁴ Pour un aperçu rapide des « principes de bonne gouvernance » voir www.calpers.com

CONCLUSION

Le 21^e siècle sera caractérisé par la montée en puissance du capitalisme collectif, c'est-à-dire un capitalisme « intermédié » selon les termes utilisés par le professeur A. COURET, un capitalisme dans lequel les épargnants n'interviennent pas directement sur les marchés mais au travers d'organismes de placement qui opèrent une socialisation du risque financier. Les marchés financiers français ne pouvaient pas rester en dehors de ce vaste mouvement international. Sous l'influence des investisseurs institutionnels internationaux, de plus en plus présents dans le capital des sociétés françaises, la gestion collective en France progresse à grands pas et s'acclimate vers des modèles anglo-saxons. Mais l'influence des investisseurs institutionnels internationaux se manifeste aussi dans les changements qui s'opèrent concernant le fonctionnement interne des entreprises, l'application des principes de *corporate governance* n'étant qu'un exemple. Les entreprises dont la stratégie de développement ne peut se financer qu'en ayant recours aux investisseurs internationaux ont parfaitement conscience qu'elles sont jugées sur la façon dont elles réalisent les exigences, pas toujours financières, de ces investisseurs exigeants.

La place financière de Paris va être, sous l'influence des investisseurs institutionnels internationaux, le sujet de profondes mutations relatives à son fonctionnement et son organisation. La question qui se pose est de savoir si elle pourra garder ses spécificités dans le cadre de la globalisation économique grandissante.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux

T. BONNEAU, F. DRUMMOND, Droit des marchés financiers, Economica 2001.

Y. GUYON, Droit des affaires, Tome I édition 11^e, Economica 2001.

P. LEDOUX, Le droit de vote des actionnaires, L.G.D.J 2002.

D. PLIHON, J-P PONSSARD, La montée en puissance des fonds d'investissement, Documentation Française, Paris 2002.

H. de VAUPLANE, J-P. BORNET, Traité des marchés financiers, éditions Litec 2001.

Ouvrages spéciaux

F. MANIN, Les investisseurs institutionnels, Thèse Paris I, 1997.

Dictionnaire d'économie et des faits économiques et sociaux contemporains, éditions Foucher, Paris 1999.

Articles

F. BARRIERE, "L'intermédiation d'actions", Bul. Joly Sociétés mai 2003, p. 513.

D. BAUDRU, S. LAVIGNE, F. MORIN, "Les investisseurs institutionnels internationaux: une analyse du comportement des investisseurs américains", Revue d'écon. fin. 2001, n° 61, p. 121.

D. BAUDRU, S. LAVIGNE, "Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français", Revue d'écon. fin. 2001, n° 63, p. 91.

D. BAUDRU, M. KECHIDI, "Les investisseurs institutionnels étrangers: Vers la fin du capitalisme à la française?", Revue d'écon. fin. 1998, n° 48, p. 93.

J. P. BERTREL, "La position de la doctrine sur l'intérêt social", Droit et patrimoine, avril 1997, p. 42.

Ph. BISSARA, "Les véritables enjeux du débat sur *le gouvernement de l'entreprise*", Rev. Soc. janvier-mars 1998, p. 5.

- Ph. BISSARA, “ Le gouvernement d’entreprise en France: faut-il encore légiférer et de quelle manière?”, Rev. Soc. janvier-mars 2003, p. 51.
- Ph. BISSARA, “ L’influence de la professionnalisation de l’actionariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières”, Mélanges Vasseur, Banque Editeur 2000, p. 11.
- Ph. BISSARA, “L’intérêt social”, Rev. Soc. janvier-mars 1999, p. 5.
- V. CANU, B. de SAINT MARS, “Les associations d’actionnaires, élément du gouvernement d’entreprise?”, Revue de Droit Bancaire et Financier janvier-février 2000, p. 46.
- E. CHAMU, “Transposition du corporate governance anglo-saxon en droit français”, Petites affiches 9 juin 1997 n° 69, p. 4.
- P. CHARLETY, “Activisme des actionnaires: Le cas particulier des fonds de pension”, Bul. COB n° 354, février 2001, p. 17.
- J-P. COLSON, “Le gouvernement d’entreprise et les nouvelles régulations économiques”, Petites affiches 21 août 2001 n° 166, p. 4.
- A. COURET, “Première traduction législative de la corporate governance: la loi sur les fonds de pension”, Recueil Dalloz 1997, p. 241.
- A. COURET, “Mondialisation et Droit des sociétés, *La structure juridique des entreprises (corporate governance)*”, Rev. Intern. de droit écon. 2002, p. 339.
- A. COURET, “ADR, EDR, nominees, trustees, partnerships, global custodians, etc.”, Rev. Soc. juillet-septembre 1999, p. 555.
- A. COURET, “Actionnaires non-résidents et détention des titres sur des places étrangères : la question d’identification de l’actionnaire réel”, Droit et Patrimoine mai 2000, p. 103.
- N. CUZACQ, “Le droit et la pratique des affaires en France à l’ épreuve des fonds de pension”, Rev. Intern. de droit écon. 2001, p. 303.
- D. DANET, “Crony capitalism et gouvernement d’ entreprise”, Rev. Intern. de droit écon. 2000, p. 247.
- M. DELAPIERRE, B. MADEUF, Ch-A. MICHALET, Ch. MILELLI, “Le présence des investisseurs institutionnels étrangers dans les grandes entreprises françaises: logique financière ou logique industrielle?”, Revue d’écon. fin. 2002, n° 67, p. 277.
- F. DEMARIGNY, “Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ?”, Revue d’écon. fin. 1994, n° 31, p. 109.
- M. GERMAIN, “Le droit de vote”, Petites affiches 4 mai 2001 n° 89, p. 8.

D. GUERCIO, J. HAWKINS, “The motivation and impact of pension funds activism”, *Journal of Financial Economics* 1999, n° 52, p. 293.

Y. GUYON, “Les actionnaires étrangers”, *Mélanges P. Van Ommeslaghe*, Bruylant 2000, p. 497.

F. HERVE, “Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noires du Conseil des investisseurs institutionnels?”, *Revue d'écon. fin.* 2001, n° 63, p. 125.

D. HURSTEL, J. MOUGEL, “La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France?”, *Rev. Soc.* janvier-mars 2003, p. 13.

E. JEFFERS, “La place financière de Paris face aux investisseurs américains à l'heure de l'euro”, *Revue d'écon. fin.* 1998 n° 48, p. 107.

E. JEFFERS, D. PLIHON, “Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises”, *Revue d'écon. fin.* 2001, n° 63, p. 137.

M. LERUTH, “Gestion collective et gouvernement d'entreprise : de l'exercice des droits de vote à la défense des minoritaires”, *Petites affiches* 7 mai 1997, p. 19.

F. MANIN, “L'obligation de vote de l'Opcvm et du fonds de pension”, *Banque et Droit* mars-avril 1997, n° 52, p. 17.

A. MARECHAL, “Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises”, *Bul. COB*, n° 322, mars 1998, p. 1.

B. MOJUYE, “French corporate governance in the new millenium: Who watches the board in corporate France?” *Columbia Journal of European law* 1999-2000, p. 73.

S. MONTAGNE, “De la *pension governance* à la *corporate governance*: la transmission d'un mode de gouvernement”, *Revue d'écon. fin.* 2001, n° 63, p. 53.

N. MOTTIS, J-P. PONSSARD, “Les fonds d'investissement étrangers : la part du mythe”, *Revue Sociétal*, janvier 2001, p. 31.

J. PAILLUSSEAU, “Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports?”, *Recueil Dalloz* 1999, p. 157.

F. PELTIER, “La convergence du droit français avec les principes de la *corporate governance* américaine”, *JCP entr.* 1997 n° 23, p. 245.

N. RONTCHEVSKY, “Le gouvernement d'entreprise à la française (brèves observations sur le volet société de la loi “NRE””, *Dalloz* 2001 n° 31, p. 2578.

F. ROUSSEL, “Le régulateur boursier face aux exigences du gouvernement d'entreprise”, *Bul. COB* novembre 2002, n° 373, p. 12.

R. ROUTIER, “De nouvelles pistes pour la gouvernance ?”, Bul. Joly Sociétés juin 2003, n° 6, p. 611.

D. SCHIMDT, “Le droit des sociétés a-t-il été intégré par la loi NRE dans la logique de régulation ?”, Petites affiches 3 juin 2002, n° 110, p. 26.

M. STORCK, “Les nouvelles dispositions applicables au vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises”, RTD com. juillet-septembre 2002, p. 502.

J-P. VALUET, “Identification et vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées”, Rev. soc. juillet-septembre 2001, p. 571.

J-P. VALUET, “L’identification des actionnaires des sociétés cotées”, Rev. soc. octobre-décembre 1996, p. 707.

J-P. VALUET, “Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives à l’identification et au vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées”, Rev. soc. juillet-septembre 2002, p. 446.

J-P. VALUET, “Fonds de pension américains: incidence de leur politique d’actionnariat sur les sociétés françaises”, Bul. Joly Bourse janvier-février 1996, p. 5.

J-P. VALUET, Z. SEKFALI, “La société émettrice et l’intermédiaire financier français face au trustee et au nommée”, Revue de droit Bancaire et de la Bourse, Juillet-août 1993, n° 38 p. 147.

Articles de presse spécialisée

N. BARRE, “Vote des fonds mutuels :vive opposition outre-Atlantique”, Les Echos mardi 11 février 2003, p. 23.

D. COSNARD, “Grands patrons : les départs forcés ont atteint un record en 2002”, Les Echos lundi 12 mai 2003, p. 12.

J-M. DARROIS, A. VIANDIER, “L’intérêt social prime l’intérêt des actionnaires”, Les Echos vendredi 27 juin 2003, p. 39.

P. LAMM, “La valse des patrons, revanche des actionnaires”, Les Echos lundi 12 mai 2003, p. 52.

S. Le PAGE, “Les gérants veulent améliorer l’exercice des droits de vote dans les assemblées générales”, Les Echos lundi 12 mai 2003, p. 23.

Sites Internet

www.cob.fr (Commission des opérations de Bourse)

www.calpers.com (California Public Employees Retirement System)

www.ansa.asso.fr (Association Nationale des Sociétés par Actions)

www.icgn.org (International Corporate Governance Network)

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE

LISTES DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

INTRODUCTION	p. 1
PARTIE I Les objectifs des investisseurs institutionnels internationaux dans les sociétés.....	p. 9
françaises	
TITRE I La maximisation de la valeur actionnariale	p. 10
CHAPITRE I Objectif principal : la recherche de la rentabilité du placement effectué.....	p. 10
SECTION I L' optimisation de la shareholder value.....	p. 11
SECTION II La justification de cette approche.....	p. 13
CHAPITRE II Intérêt social ou primauté exclusive des actionnaires ?.....	p. 16
TITRE II L'application des principes de gouvernement d'entreprise par les sociétés.....	p. 20
françaises	
CHAPITRE I La demande d'une transparence accrue.....	p. 21
SECTION I Les exigences des investisseurs institutionnels pour une bonne information.....	p. 21
SECTION II L'apport du régulateur boursier.....	p. 23
CHAPITRE II La demande d'une responsabilisation des organes de direction.....	p. 26
SECTION I Les dirigeants de la société.....	p. 26
SECTION II Les administrateurs de la société.....	p. 29
PARTIE II Les investisseurs institutionnels internationaux : des actionnaires.....	p. 33
spécifiques	
TITRE I L'identification des actionnaires non-résidents.....	p. 34

CHAPITRE I L'existence d'intermédiation d'actions.....	p. 35
SECTION I La notion d'intermédiation d'action.....	p. 35
SECTION II La responsabilité de l'intermédiation d'actions.....	p. 37
CHAPITRE II Le régime de l'intermédiation d'actions.....	p. 39
TITRE II L'activisme des investisseurs institutionnels internationaux.....	p. 42
CHAPITRE I L'exercice de droit de vote dans les Assemblées d'actionnaires.....	p. 43
SECTION I L'obligation de droit de vote.....	p. 43
SECTION II Les manifestations de droit de vote.....	p. 46
CHAPITRE II L'interventionnisme dans les affaires de la société.....	p. 49
SECTION I Les investisseurs institutionnels internationaux : des actionnaires.....	p. 49
minoritaires forts	
SECTION II Le cas particulier du fonds de pension CaLPERS.....	p. 51
CONCLUSION	p. 54
BIBLIOGRAPHIE	p. 55
TABLE DES MATIERES	p. 59