

Les devoirs de l'actionnaire et le droit des sociétés 266h4

Le devoir de voter de l'actionnaire : le devoir de voter et les droits de vote double

L'essentiel

Le droit de vote est devenu un devoir pour certaines catégories d'actionnaires. Cela suffit-il pour assurer une gouvernance optimale ? Il est possible d'en douter. La définition d'un système de votes doubles attaché aux actionnaires fidèles constitue une caractéristique française qui est fortement discutée malgré certains avantages. Ce système permet-il de pallier les insuffisances résultant de la passivité des actionnaires individuels des sociétés cotées ?



Par
MAURICE NUSSENBAUM
Professeur à l'université
Paris Dauphine, expert
financier agréé par
la Cour de cassation,
président de Sorgem
évaluation

Existe-t-il un devoir de voter ? C'est-à-dire une injonction qui, sans être une obligation, va au-delà du seul droit.

Nous abordons cette question à travers un prisme économique au sens de l'analyse économique du droit.

Notre problématique est celle de la détermination du meilleur système de vote en termes de gouvernance de l'entreprise c'est-à-dire celui qui optimise la création de valeur à long terme de l'entreprise en tenant

compte des différents risques financiers ou extra-financiers (environnementaux, sociaux...).

Il existe à cet égard une préoccupation internationale comme le relève l'OCDE dans différents rapports (2004-2011 sur la gouvernance d'entreprise) visant à améliorer l'exercice du droit de vote dans le sens d'une plus grande participation à travers une incitation à voter, y compris par voie réglementaire.

Dans ce contexte de la gouvernance, au-delà du devoir de voter, il y a aussi la question du mode d'exercice du droit de vote.

En effet, il existe pour l'actionnaire individuel une tendance naturelle au *free-riding*, qui consiste à ne pas faire l'effort de participer tout en bénéficiant des résultats de la participation des autres, car voter entraîne des coûts de déplacement et d'analyse qui dépassent pour un actionnaire individuel les effets directs attendus des résultats du vote.

Il faut donc un grand travail d'incitation pour améliorer la gouvernance.

C'est pourquoi, il y a lieu de s'interroger sur l'intérêt du découplage entre le droit de vote et la détention du capital à travers les droits de vote double afin de privilégier le développement à long terme de l'entreprise.

En effet, il ne suffit pas d'inciter les actionnaires à exercer leurs droits du fait de la passivité des actionnaires individuels et la gouvernance ne peut être assurée par les seuls

investisseurs institutionnels et gestionnaires d'OPCVM qui représentent la plus grosse part des détenteurs d'actions cotées et pour lesquels existe une réglementation particulière (cf. *infra*).

Cela découle en particulier de la forte hétérogénéité des différentes catégories d'actionnaires : actifs, passifs, activistes, *hedge funds*... qui ne permet pas d'assurer la convergence des intérêts dans le sens des objectifs à long terme.

La question du devoir de voter soulève ainsi deux questions complémentaires :

– comment orienter le droit de vote vers un devoir ou une obligation ?

En effet, le droit de vote est d'abord le droit de l'exercer ou non car l'investisseur dans une société de capitaux bénéficie du droit de ne se préoccuper que de son intérêt propre et de jouir de ses biens de manière paisible sans avoir à rendre de compte. C'est ce qu'on appelle le principe d'autonomie de l'actionnaire.

Certes les actionnaires ont un intérêt objectif à voter pour défendre leurs intérêts particuliers mais du fait de leur passivité (*free-riding*), le régulateur doit inciter ou imposer aux entités qui regroupent des masses importantes d'actionnaires tels que les OPCVM ou les investisseurs institutionnels d'exercer de manière effective leurs droits. C'est ce qu'ont prévu la loi et le règlement général de l'AMF (cf. *infra*) ;

– face aux limites rencontrées dans l'exercice du droit de vote, la deuxième question porte sur l'intérêt pour la gouvernance d'entreprise, dans un contexte d'optimisation de la valeur actionnariale à long terme, de compléter cette obligation par un découplage du droit de vote et de la détention du capital à travers notamment les systèmes de vote double.

Afin d'aborder ces questions, il convient tout d'abord de rappeler que le droit de vote :

– ne constitue pas un droit absolu et doit être exercé dans l'intérêt de la société ;

– est considéré comme un droit politique des associés à côté des droits à l'information et aux décisions collectives ;

– est considéré comme une manifestation particulière du droit de chaque associé à participer aux décisions collectives (C. civ., art. 1844) même s'il ne constitue une condition ni nécessaire ni suffisante à cette participation car les titulaires d'actions de référence sans droit de vote peuvent également y participer et qu'il n'assure pas à lui

seul une véritable participation compte tenu de l'hétérogénéité des actionnaires et de leurs différences de poids ;

- à un caractère extrapatrimonial même si pour l'analyse économique il a une valeur financière significative dont les analyses économétriques montrent qu'elle dépend inversement de l'efficacité des systèmes de défense des actionnaires minoritaires.

Il convient également de souligner que lorsque le droit devient devoir, c'est en vertu d'une obligation de loyauté. C'est notamment le cas des actionnaires qui détiennent un devoir fiduciaire, notamment les administrateurs, et qui se voient imposer une quadruple exigence de diligence, compétence, loyauté et bonne foi (Y. Guyon, « *Corporate governance* », Rép. Dalloz Sociétés, 2000) qui entraîne non seulement l'obligation d'éviter toute forme de conflits d'intérêt ou d'abus tant de minorité que de majorité que celle de participer à la gouvernance de l'entreprise.

Ensuite, le devoir de voter se rattache à une conception du droit de vote distincte de celle d'un droit naturel. Il s'agit là d'une fonction ou d'un mandat dévolu par la société à ses actionnaires pour prendre des décisions dans l'intérêt commun.

Il se relie également à une obligation de loyauté des dirigeants actionnaires vis-à-vis de la communauté des autres actionnaires au nom de l'intérêt social commun.

Cette obligation devrait s'imposer à tous les actionnaires qui ont le pouvoir d'influencer la situation de l'entreprise et par là même celle des autres actionnaires.

Nous examinerons ainsi successivement : l'intérêt de ce devoir à la lumière de l'analyse économique et ses limites (I) ; puis nous analyserons les solutions alternatives à l'obligation de voter et leurs implications (II).

- L'intérêt de ce devoir.

- À la lumière de l'analyse économique.

L'analyse économique permet de comprendre cette dichotomie entre autonomie de l'actionnaire et obligation de loyauté qui entraîne notamment le devoir de voter.

Il existe en effet une double approche de la communauté des actionnaires : celle de l'uniformité (1) ; et celle de l'hétérogénéité (2) ; et le devoir de voter peut s'analyser dans le cadre de cette approche par l'hétérogénéité (3).

1. Pour la première, celle de l'uniformité. Tous les actionnaires sont dans la même position par rapport au pouvoir des managers et des dirigeants et ils ont chacun leur fonction objectif :

- celle des dirigeants qu'ils soient actionnaires ou non et qui consiste à optimiser leurs avantages propres, c'est-à-dire à la fois leurs bénéfices publics en tant qu'actionnaires et leurs bénéfices particuliers en tant que dirigeants ;

- et celle des actionnaires qui consiste à maximiser la valeur de leurs titres.

Face à cette dichotomie entre la propriété du capital et le contrôle a été développée dans les années 1970 la théorie de l'agence (M. C. Jensen et W. H. Meckling, « *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* » : *Journal of Financial Economics* oct. 1976, vol. 3, n° 4, p. 305-360), selon laquelle les actionnaires obligés de déléguer la gestion de leurs droits à des intermédiaires, managers, administrateurs, etc. :

- qui vont gérer en leur nom et à leur place ;

- et prendre des décisions qui prendront en compte les intérêts des actionnaires mais aussi les leurs propres et de ce fait ne parviennent pas à maximiser la valeur de leurs actions.

L'écart entre la gestion théorique optimale et la gestion effective s'appelle un coût d'agence.

L'analyse économique recherche les moyens de réduire cet écart en optimisant les structures de gouvernance dans l'intérêt social des actionnaires.

C'est ainsi que s'est développé aux États-Unis un débat sur la désignation des administrateurs par les actionnaires et non par cooptation du conseil (cf. M. Lipton et W. Savitt, « *The many myths of Lucian Bebchuk* » : *Virginia Law Review* 2007, vol. 93:733, p. 733-758) ainsi que différentes initiatives visant à renforcer le contrôle des actionnaires sur les dirigeants.

2. Pour la deuxième approche, celle de l'hétérogénéité.

L'analyse repose sur les différences entre les différentes catégories d'actionnaires.

On ne peut pas assimiler les *hedge funds* activistes aux minoritaires passifs ou aux OPCVM.

Ces différentes catégories d'actionnaires n'ont pas les mêmes objectifs de maximisation à long terme de la valeur intrinsèque de la société.

Face à cette hétérogénéité d'actionnaires et d'intérêts, l'actionnaire a un intérêt à voter qui doit devenir un devoir dès lors qu'il n'est pas certain que les intérêts des différentes catégories d'actionnaires seront convergents, malgré leur communauté de patrimoine.

Il existe de nombreuses situations où cela peut se produire :

- bataille pour le contrôle où des actionnaires minoritaires peuvent faire pencher la balance ;

- interventions d'actionnaires activistes en vue d'imposer certaines décisions de gouvernance.

Pour tout un courant de l'analyse anglo-saxonne, dès lors que les actionnaires ont un certain poids ou risquent de se trouver dans une situation de conflit d'intérêt latent ou effectif (I. Anabtawi et L. A. Stout, « *Fiduciary duties for activist shareholders* » : *Cornell Law faculty Publications* 3-2008), le principe de loyauté doit prendre le dessus, ce qui peut inclure la prise en compte non seulement des intérêts des autres actionnaires mais également des autres *stakeholders* tels que les salariés et les créanciers.

Dans ce contexte le devoir de voter apparaît comme un corollaire de l'obligation de loyauté qui permet de plus de s'opposer à l'émergence des fonds activistes qui ignorent cette obligation.

Ce devoir n'a pas été imposé à tous les actionnaires car les minoritaires qui détiennent leurs actions en direct conservent leur autonomie face à ce devoir, mais par contre ceux qui les détiennent à travers des fonds, comme c'est le cas pour l'actionnariat salarié, doivent voir leurs droits de vote assurés. C'est ainsi que le législateur a été amené à s'intéresser au devoir de voter des gérants d'actifs.

1.2. Le caractère limité et hétérogène de ce devoir.

1.2.1. *Ce devoir est limité à la gestion collective.*

Il s'agit là d'un mouvement international. Aux États-Unis une législation contraignante impose aux fonds de pension

de voter sous peine de sanction financière (cf. A. Naciri (dir.), *Traité de gouvernance corporative, Théories et pratiques à travers le monde*, Presses Université Laval, 2006).

Il a été énoncé par l'OCDE dans son rapport sur les principes de gouvernement d'entreprise de 1999, revu en 2004, qui précise que « les investisseurs institutionnels agissant à titre fiduciaire doivent rendre publique leur politique en matière de gouvernement d'entreprise et de vote » (cf. *Principes de gouvernement d'entreprise*, OCDE, 2004, p. 39).

La France a transposé ces obligations.

Cette recommandation a été reprise dans le Code monétaire et financier [art. L. 533-22 Ord. n° 2007-544, 12 avr. 2007 : JO 19 mai 2007, p. 9717] qui indique que les sociétés de gestion de portefeuilles exercent les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM et rendent compte de leur pratique, en matière d'exercice des droits de vote, dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF.

L'AMF, quant à elle, impose, dans son règlement général [art. 314-100 complété par arrêté du 11 déc. 2013], aux sociétés de gestion d'élaborer un document intitulé « politique de vote », afin qu'elles précisent les conditions dans lesquelles elles entendent exercer les droits de vote détenus dans les OPCVM qu'elles gèrent.

“ La mise en œuvre d'un devoir de voter ne suffit pas pour assurer une bonne gouvernance ”

Ce document présente cinq thèmes principaux :

- organisation de l'exercice des droits de vote ;
- cas dans lesquels sont exercés ou non les droits de vote ;
- principes de la politique de vote et notamment les seuils de détention ;
- conflits d'intérêts et procédures destinées à les déceler, prévenir et gérer ;
- mode d'exercice des droits de vote : participation aux assemblées, procurations ...

On peut à cet égard consulter les rapports publiés par les fonds qui précisent dans combien de sociétés la société a exercé les droits de vote.

1.2.2. Il ne s'agit cependant pas formellement d'une obligation de voter même si l'incitation est forte et le non-respect peut – théoriquement – être sanctionné par l'AMF

Cet engagement qui a de fait été étendu aux investisseurs institutionnels (recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote – Étude Mirova, « État des lieux de l'engagement actionnarial en Europe », 5 sept. 2014) demeure limité puisque même les gestionnaires d'OPCVM peuvent en théorie justifier une politique d'abstention.

On a vu que le devoir de voter constituait un début de réponse dans un contexte d'hétérogénéité des actionnaires pour contribuer à la prise en compte des intérêts de toutes les catégories d'actionnaires, mais est-il suffisant pour assurer une bonne gouvernance ?

1.2.3. Le devoir de voter suffit-il pour assurer une bonne gouvernance ?

En réalité, du fait de l'hétérogénéité des intérêts des différentes catégories d'actionnaires et notamment du rôle

croissant des fonds activistes, l'exercice d'un devoir limité de voter ne suffit pas pour assurer une bonne gouvernance.

En conséquence il convient de s'interroger sur les autres modes mis en œuvre pour assurer l'efficacité des votes notamment à travers la différenciation des droits de vote selon les catégories d'actions ou d'actionnaires.

3. Vers une alternative au devoir individuel de voter. Il faut les analyser comme une réponse à la fois à l'impossibilité de mettre en œuvre le devoir de voter de manière efficace et à la nécessité de contrer les investisseurs opportunistes de court terme.

D'où l'idée de la recherche d'autres mécanismes pour assurer une meilleure gestion à long terme et une meilleure gouvernance :

- en différenciant les droits des actionnaires ;
- et en organisant une déconnexion au moins partielle entre le pouvoir et la détention du capital de manière à privilégier les actionnaires qui sont tenus d'œuvrer le mieux dans l'intérêt de l'entreprise.

On va examiner de manière plus spécifique l'un de ces schémas, le droit de vote double et ses effets économiques, car ce système est le plus répandu en France ce qui constitue à cet égard une particularité.

Patrick Sayer (P. Sayer « Les devoirs de l'actionnaire et le droit des sociétés - Le devoir de vote de l'actionnaire : droit ou obligation ? » : Gaz. Pal. 6 juin 2016, n° 266u4, p. 36) a évoqué les avantages politiques de ce mécanisme qui ont conduit à généraliser leur existence dans la loi et nous allons analyser ci-après leurs effets économiques.

Cependant concernant le *free-riding*, il faut signaler qu'il n'est pas certain que les droits de vote double changent quoi que ce soit.

3.1. Rappel des différents systèmes permettant de déconnecter le pouvoir et le capital.

Il existe plusieurs systèmes permettant d'assurer le contrôle ou la déconnexion de la détention du capital et des droits de vote :

- le contrôle pyramidal qui permet de contrôler une société sans détenir directement la majorité des droits de vote.

Ce système a longtemps été privilégié en France car il offre un fort effet de levier sur les capitaux nécessaires pour avoir le contrôle. Cet effet peut encore être accentué lorsque la cible cotée dispose d'un capital dispersé ;

- les commandites par action ;
- le plafonnement des droits de vote ;
- ou l'utilisation des produits dérivés avec notamment les *equity swap* qui permettent d'obtenir un contrôle ou des blocs d'actions par l'exercice d'option d'achat ce qui peut déboucher sur des batailles judiciaires comme on l'a vu dans l'affrontement LVMH c/ Hermès ;

– ou encore les systèmes de défense anti-OPA soit statutaires, notamment à travers les modalités de renouvellement du CA ou *via* des pilules empoisonnées.

On en vient ensuite aux actions à droits de vote multiple qui comportent deux catégories :

- soit différentes classes d'actions comme aux États-Unis ou dans différents pays européens dont plusieurs pays

scandinaves (Suède et Danemark) avec des droits de vote différenciés attachés à ces classes ;

– Soit des actions nominatives à la française à droit de vote double telles qu'elles existaient depuis longtemps dans les sociétés françaises puisque près de la moitié des sociétés du SBF 120 les avaient adoptées avant la loi *Florange* d'avril 2015 qui les a généralisées de manière automatique (réf. à C. com., art. L. 225-123).

Ce système constitue un droit attaché au détenteur et non à l'action, ce qui suppose d'inscrire au nominatif les actions détenues.

Ce droit est perdu en cas de cession des actions.

Pour échapper à cette règle, il faut une dérogation statutaire adoptée par les actionnaires à la majorité des deux tiers dans un délai de deux ans à compter de la promulgation de la loi (soit avant avril 2017).

De nombreux groupes du CAC 40 et du SBF 120 ont déposé à cet effet des résolutions pour maintenir le principe, une action, un vote.

En pratique, la plupart de ceux qui n'avaient pas déjà adopté des droits de vote double, en dehors de Vivendi, ont proposé de les supprimer (sauf celles où l'État était présent au capital).

Les fonds d'investissement ont généralement pris position contre cette loi et ont conduit des campagnes pour demander aux petits actionnaires de voter des résolutions contre partout où cela était possible.

En effet ce système de droit de vote double bénéficie surtout aux actionnaires de référence, dont l'État, et apparaît comme un mécanisme anti-OPA, ce qui choque bien entendu les investisseurs institutionnels qui considèrent qu'il s'agit d'un obstacle au fonctionnement du marché du contrôle qui a pour principal objet de permettre le transfert du contrôle aux groupes les plus à même de développer la valeur des firmes par rapport à leurs actionnaires et managers actuels.

3.2. L'analyse de leur efficacité économique.

On va se centrer sur les droits de vote double pour lesquels s'opposent deux thèses :

– un moyen de poursuivre des intérêts spécifiques à la classe d'actionnaires bénéficiant des droits de vote double ;

– un moyen d'éviter la dilution des droits de vote d'un groupe d'actionnaires détenant le contrôle et leur permettre de développer des projets d'investissements intéressants pour l'entreprise.

3.2.1. L'optimisation des intérêts d'une classe spécifique d'actionnaire au détriment des autres.

Le point de départ de l'analyse nécessite de partir de la règle « une action, un vote » et de s'interroger sur ses avantages.

A priori, la justification de la règle « une action, un vote » réside dans l'idée que les actionnaires constituent la catégorie la plus intéressée à la maximisation de la valeur de l'entreprise et devraient avoir de ce fait des droits de vote en proportion de leur part dans le capital et tout écart par rapport à cette règle permet aux actionnaires et dirigeants qui bénéficient de cet avantage d'en tirer profit pour leur seul intérêt.

3.2.2. Les avantages des systèmes duals.

L'analyse économique (M. Burkart et S. Lee, « *One share, one vote: The theory* » : *Review of Finance*, 2008, 12-1-49) permet de constater que la règle une action, un vote n'est pas nécessairement socialement optimale en terme d'allocation du contrôle des firmes, car il engendre des externalités négatives notamment pour augmenter le capital.

En effet, la règle « une action, un vote » peut dissuader des entrepreneurs de faire appel au marché financier pour financer des projets d'investissement importants pour le développement de l'entreprise pour ne pas perdre le contrôle.

Cette situation se rencontre notamment pour les entreprises de croissance envisageant des projets relativement importants par rapport à leur taille, et ne concerne que les actionnaires managers qui seraient susceptible de voir leur situation de contrôle significativement bouleversée, et ne s'applique pas à ceux qui sont largement au-dessus de 50 %.

En particulier cette structure est devenue la règle pour les entreprises de la Silicon Valley avec Google dès 2004 et près de trente autres groupes par la suite y compris Facebook (V. Hu et a., *ssrn* déc. 2012 : <http://ssrn.com/abstract=2371759>).

Il semble que ce soit son seul avantage car les arguments selon lesquels les droits de vote double constituent une protection contre les investisseurs institutionnels qui auraient des intérêts à court terme est très controversée par la recherche (Becht et a., « *Corporate governance and control* », in G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, 2003, Amsterdam 1-109 ; M. Kahan et E.B. Rock, « *Hedge funds* », in *Corporate Governance and corporate control*. ECGI, Law working paper n° 76, University of Pennsylvania Law Review, 2006).

En effet certaines études (A. Edmans, « *Blockholder trading, Market Efficiency, and managerial Myopia* » : *The Journal of Finance* déc. 2009, vol. 44, n° 6, p. 2481-2513) montrent que non seulement les investisseurs institutionnels privilégient les investissements à long terme mais qu'en plus ils peuvent influencer la gouvernance par leurs transactions sur le marché qui ont un impact sur les cours de l'action.

Il ne faut donc pas confondre ces derniers avec les *hedge funds* qui sont susceptibles de chercher à exploiter à court terme des situations spéciales.

3.2.3. L'impact sur la valeur des firmes.

On peut également s'interroger sur l'impact de l'adoption de ces systèmes sur la valeur des entreprises qui les mettent en œuvre.

Il n'existe pas de réponse univoque à cette interrogation, mais pour résumer le débat on peut énoncer les résultats suivants :

– une majorité d'études concluent à la présence d'une décote à la suite de l'adoption de ce mécanisme (R. Adams et D. Ferreira, *One share one Vote, The Empirical Evidence*. ECGI Finance working paper, 2007, n° 177. On observe en particulier un plus faible ratio *price/book* (cf. M. Bennedsen et KM. Nielsen, « *Incentive and Entrenchment Effects in*

European Ownership » : *Journal of Banking and Finance*, 2010, vol. 34, p. 2212-2221).

Pour l'Europe la décote serait de 14 %.

L'effet serait renforcé en cas d'utilisation de pyramides.

De plus l'effet dissuasif sur les OPA semble bien établi (F. Belot, *Pactes d'actionnaires et mécanismes de renforcement du contrôle*, thèse université Paris Dauphine, 2010) ;

– E. Ginglinger et J. Hamon en 2012 (*Ownership control and market liquidity*, *Finance*, 2012, 33,2, p. 61-99) ont montré pour la France que les mécanismes de renforcement du contrôle sont différents selon qu'il s'agisse de pyramides ou de droits de vote double :

- les pyramides réduisent la liquidité des titres,
- alors que les droits de vote double l'augmentent,
- en particulier pour les entreprises familiales qui ont ainsi la possibilité d'accroître le flottant. De plus, étant attachés à l'actionnaire et non à l'action, les droits de vote double dissuadent les actionnaires de céder leurs

titres et les rendent plus fidèles comme l'a montré Patrick Sayer (*op. cit.*, note n° 11).

Conclusion. Il existe pour les actionnaires une tension entre le droit à l'autonomie et l'obligation de loyauté qui tend à s'imposer à toutes les catégories d'actionnaires qui peuvent avoir une influence sur la société.

De ce fait le droit de vote doit devenir un devoir au moins pour ces catégories d'actionnaires même si celui-ci n'est formalisé que pour les OPCVM, car cela peut contribuer à la mise en œuvre de la responsabilité actionnariale dans un contexte de loyauté.

Pour pallier les insuffisances de l'exercice du droit de vote du fait du « *free riding* » et le risque de renforcement du poids relatif des investisseurs activistes, les systèmes de découplage du droit de vote et du capital, comme le droit de vote double, ont certainement leur utilité dans certaines situations de contrôle du capital pour favoriser l'investissement et le développement de l'entreprise mais attention à leurs effets pervers.