

# Le droit français des sociétés entre *corporate governance* et culture de marché

**Marie-Anne Frison-Roche**

*In La montée en puissance des fonds d'investissement.  
Quels enjeux pour les entreprises ?*

D. Plhon et J.P. Ponsard (dir.)

Les études de la documentation française – 2002

pp. 77 à 91

Les fonds d'investissement étrangers 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, la consultation, etc. Ce faisant, c'est par l'usage du droit des sociétés que les fonds expriment leur politique. Plus encore, la façon dont le droit est construit influe sur cette stratégie : ainsi, la performance du droit des sociétés conduit les fonds à pondérer leur choix d'investissement sur telle ou telle place suivant que les sociétés concernées mais aussi le droit national régissant cette place leur conviennent ou non.

Dès lors, de la même façon que s'élaborent des critères financiers et comptables d'appréciation des sociétés, le droit s'aligne sur cette logique : il est à part entière un élément des choix d'investissement. D'une façon plus dynamique et en retour, les fonds d'investissement, dont les dirigeants connaissent bien à la fois les prérogatives que les différents systèmes juridiques confèrent aux actionnaires et les divers degrés de contrainte de transparence suivant les droits nationaux, peuvent faire pression pour faire évoluer le droit d'une façon qui leur paraît bénéfique. Cela est souvent relayé par le lobbying des banques d'affaires. Plus encore, la conscience de cette situation par ceux qui élaborent le droit, conduit ceux-ci à infléchir le droit de sorte qu'il puisse jouer comme un avantage compétitif des places financières. En cela, le droit devient un paramètre d'investissement comme un autre.

En revanche, à cet alignement de statut ne correspond pas nécessairement un alignement substantiel. Alors que s'élaborent des standards mondiaux des normes financières, bientôt comptables, le droit des sociétés partitcipe moins nettement à ce phénomène de confluence. Cela tient au fait que le droit dépend de la culture dans laquelle il s'insère et prospère, en même temps qu'il l'exprime. François Gény évoquait à son propos la dialectique du « donné » et du « construit » : le droit prend appui sur des faits dont il ne peut entièrement disposer mais qu'il contribue aussi à construire. On ne réforme pas les moeurs par décret, mais les évolutions du droit peuvent infléchir les pratiques. La loi

française du 15 mai 2001 sur les nouvelles réglementations économiques (NRE) a cette ambition.

Cette loi est d'ailleurs ambiguë car, s'il est vrai qu'elle accroît le pouvoir des actionnaires à l'encontre des dirigeants – et en cela, elle rapproche le droit français du droit anglo-américain –, elle confère également aux salariés le droit d'exprimer la défense de leurs intérêts dans les prises de décisions sociétales, ce qui s'oppose à cette même culture anglo-américaine, laquelle réduit le jeu des pouvoirs aux seuls actionnaires. La loi sur les nouvelles réglementations économiques est donc l'exemple même de cette dialectique du donné et du construit, de ce qui sera subi – à savoir l'emprise des mœurs américaines en matière de sociétés – et ce qui est imposé – à savoir la contrainte en vue d'une plus grande considération des salariés.

Deux questions restent ouvertes. En premier lieu, laquelle de ces deux dimensions – considération des actionnaires ou des salariés – sera le contre-pouvoir le plus effectif face aux dirigeants sociaux ? Une réflexion sociologique élémentaire peut faire penser que la première considération sera plus effective que la seconde, parce qu'en France, les fonds d'investissement américains ou des fonds d'autres nationalités mais imprégnés par la culture américaine ont désormais de plus en plus de poids, alors que la puissance des syndicats de travailleurs ne cesse de faiblir.

La seconde question est de savoir si, dans les textes à venir, le législateur va conserver cet équilibre entre protection des actionnaires et protection des salariés. Le pronostic est plus difficile à faire car la volonté politique française paraît très changeante. Dans les soubresauts des textes successifs, notamment par la loi dite de « modernisation sociale », la législation renforcerait plutôt la protection des salariés que celle des actionnaires minoritaires. Même si la loi de modernisation sociale aboutit à rétablir de fait le pouvoir de l'administration dans le fonctionnement des entreprises, notamment en ce qui concerne les décisions de licenciement, ce qui est un recul – presque une négation – d'une culture de *corporate governance* centrée sur les actionnaires, l'efficacité de cette tendance au renforcement du pouvoir des salariés peut paraître douteuse. Le fait que le législateur élève en quelque sorte la voix n'accroît pas nécessairement la perspective de respect de ses exigences sociales, notamment du fait de l'arme que constituent les délocalisations.

Ces observations d'actualité sont l'illustration d'une règle plus intemporelle : lorsqu'il s'agit de mesurer la façon dont le gouvernement des entreprises est infléchi par les exigences des fonds d'investissement étrangers, on bute toujours et immédiatement sur cette dialectique entre les faits et le droit, faits et droit dont la rencontre forme les cultures juridiques nationales. En effet, par leurs exigences à première vue financières, les fonds d'investissement étrangers expriment la culture juridique américaine, dans laquelle ils ont développé leur activité. Si les pratiques dans les sociétés françaises font place à leurs revendications, le droit français recevra une autre culture que la sienne. Les fonds d'investissement emportent avec eux une culture de marché dans laquelle le droit, c'est-à-dire fondamentalement le juge, maintient en balance des intérêts particuliers qui s'opposent. Cette approche reste relativement étrangère au droit français, construit autour de l'intérêt général et du règne de la loi, cet instrument par lequel l'État assure la sauvegarde de cet intérêt supérieur grâce à une organisation hiérarchique.

Cette situation pose alors un problème bien connu de tous les spécialistes de droit comparé ou de sociologie du droit : l'« acculturation ». En effet, si la théorie de la *corporate governance* est d'origine américaine, si les comportements des actionnaires américains véhiculent la culture juridique des États-Unis, alors leur influence sur le droit français équivaut à un mécanisme de greffe. L'expérience montre que les greffes prennent difficilement si la technique importée appartient à une culture juridique trop étrangère au droit d'accueil. Il faudrait d'ailleurs parler ici davantage de « droit-cible » que de système juridique d'accueil, tant il peut apparaître à certains que les fonds de pension américains ont fait une OPA – OPA hostile, cela va de soi – sur le droit français...

Il est vrai que les droits américain et français des sociétés ont débuté et se sont développés en parallèle, sans s'influencer. C'est pourquoi lorsque la considération des droits des actionnaires, sous la forme par laquelle les investisseurs américains les conçoivent, a trouvé une traduction certaine dans l'évolution du droit français, le choc a paru d'autant plus violent que les cultures d'origine étaient pures, c'est-à-dire formées autour d'une cohérence interne. Mais sans doute la pénétration des principes de *corporate governance* – si l'on peut principalement regrouper sous cette expression les principes de transparence et de responsabilité – vient-elle de plus loin que la pression nouvelle des fonds d'investisseurs étrangers.

C'est avant tout l'instauration de la Commission des opérations de Bourse, quasi-décalque de la *Securities and Exchange Commission*, qui a entraîné la prégnance des principes américains dans le droit français. Or cette innovation date d'une ordonnance de 1967, un an seulement après l'adoption de la loi de 1966, laquelle organisait le droit des sociétés sur un tout autre modèle, comme on le montrera par la suite. Dès le départ, à travers cette dualité à première vue ordinaire entre un texte substantiel (sur le fonctionnement des sociétés) et un texte institutionnel (sur l'autorité de marché surveillant le fonctionnement des sociétés), les principes de gouvernement étaient aiguillés très différemment suivant que la société en question est cotée ou non cotée. Les politiques des fonds d'investissement ne font qu'accroître aujourd'hui cette dichotomie entre les sociétés cotées et non cotées, une distinction que la loi ne construit pas expressément mais que les pratiques cimentent.

Le droit traduit donc des choix de société. C'est ainsi que le droit français des sociétés a choisi d'encadrer l'exercice du pouvoir des mandataires sociaux par des procédures qui contraignent *a priori* leur action, ce à quoi se heurte la culture des fonds d'investissement étrangers, habitués à des contrôles concrets, substantiels et *a posteriori* des décisions adoptées par les dirigeants (1). Toutefois, si l'on aborde le sujet à travers non plus la perspective interne du fonctionnement des sociétés mais celle – externe – du marché boursier, c'est alors un modèle original de régulation qui imprègne les sociétés françaises cotées, ne laissant hors du modèle anglo-américain que les sociétés non cotées (2), ce qui conduit à penser qu'aujourd'hui la principale difficulté du bon gouvernement d'entreprise concerne les sociétés non cotées.

## Choix de l'équilibre par la procédure a priori ou le contrôle substantiel a posteriori

Le droit français a organisé minutieusement les procédures à suivre avant l'adoption des décisions sociétaires mais porte une attention moindre au contenu des décisions prises. Comme on va le voir, ce relatif désintérêt est possible parce que le droit sous-entend que la prudence patrimoniale du dirigeant-actionnaire suffit à engendrer des décisions raisonnables. Cela ne peut correspondre à la culture juridique anglo-américaine, à laquelle s'ajustent les fonds d'investissement, qui tendent vers le contrôle fictif et *a posteriori* du contenu même des décisions prises par les mandataires.

### La conception française d'un gouvernement patrimonial prudent

Il convient d'exposer brièvement la logique de la loi de 1966 qui avait remis à plat le droit des sociétés. La loi a toujours eu pour objectif d'obtenir des dirigeants sociaux qu'ils prennent des décisions raisonnables, préservant les intérêts des associés des décisions bénéfiques au développement de la société. Il serait sot d'opposer une culture anglo-américaine qui y serait seule sensible et un droit français mécaniste ou confiant délibérément la totalité du pouvoir aux mandataires sociaux. Simplement, les méthodes sont très différentes.

En effet, si l'on considère la forme sociétaire française ayant rencontré la préférence des fondateurs de société, à savoir la société anonyme à conseil d'administration, le bon gouvernement est obtenu par l'alliance des principes démocratique et capitaliste. En premier lieu, les associés sont les citoyens de cette société commerciale qui élisent les administrateurs, lesquels élisent le président du conseil. Toutes proportions gardées, le principe démocratique est d'ailleurs plus fort dans la société commerciale que dans la société politique puisque la révocation *ad nutum* permet aux associés de détruire le pouvoir du mandataire sans préavis et sans raison, alors que la société politique ne remet en jeu le mandat des dirigeants qu'à des intervalles fixes.

À ce principe démocratique s'associe le principe capitaliste, qui repose sur l'idée que l'associé est le meilleur des dirigeants, parce que le plus prudent : en effet, puisque l'associé endure, par nature, l'aléa patrimonial de la gestion – et toute clause qui l'en délivrerait serait frappée de nullité absolue –, si le mandataire est un associé, il gèrera nécessairement la société pour obtenir du profit, car ce sera son profit, mais il le fera d'une façon prudente pour limiter le risque, car ce sera son risque. La loi de 1966 traduit cette ambivalence, veillant minutieusement à la qualité d'actionnaire des administrateurs.

Il suffit alors de mettre en place des procédures de prise de décisions qui prennent en compte cette volonté des actionnaires soucieux de leur engagement patrimonial afin que les décisions soient substantiellement bonnes. Le paradoxe est donc le suivant : c'est parce qu'on postule que les intérêts égoïstes des dirigeants-actionnaires conduiront à la bonne direction de la société que le droit français ne comporte quasiment pas de procédure de contrôle *a posteriori* et substantiel des décisions effectivement prises.

Cette conception traduit la conception même que la France se fait du droit. Ce dernier se construit en système, selon des catégories posées *a priori* auxquelles il attache des régimes juridiques, l'opération de qualification revêtant une importance majeure : elle consiste pour le législateur ou le juge à faire entrer les faits dans ces catégories. En quelque sorte, le système juridique français fonctionne mécaniquement puisque les faits soumis aux juges sont saisis par la qualification adéquate, laquelle déclenche l'effet juridique que la loi y a attaché. Les actionnaires anglo-américains ont une tout autre conception de l'art de bien gouverner les entreprises parce que, plus ou moins consciemment, ils remplacent leurs revendications dans un système juridique construit différemment.

### Réaction des actionnaires et culture du conflit

Il est important de revenir sur la façon dont le droit américain, issu du droit anglais, s'est construit. Il est fondé avant tout sur la résolution cas par cas des conflits soumis aux juges. Ce sont la reprise des solutions établies antérieurement et leur sédimentation qui forment la jurisprudence – source première et légitime du droit.

À ce mode d'élaboration du droit, qui confère une importance première aux procès, s'articule la culture du conflit dans la mesure où le droit est perçu à travers les prérogatives des individus : ces prérogatives s'opposent, les individus s'affrontent d'autant plus aisément que celles dont ils disposent sont identiques. Dès lors, le conflit – sous sa forme calme du débat ou sa forme judiciaire de l'appel au juge – correspond à la conception américaine de réalisation des droits. La culture du conflit et la prégnance du juge s'alimentent l'une l'autre. Cela explique la définition que les théoriciens américains donnent volontiers du droit, à savoir ce qui tient les intérêts de chacun en balance.

Le droit romaniste, famille à laquelle le droit français appartient, est construit selon un principe différent. Il est fondé sur la règle objective et abstraite qui a vocation à imposer un intérêt supérieur à celui des individus, l'intérêt général, sous lequel les intérêts particuliers se rangent, sans qu'il soit nécessaire de recourir au juge. S'il y a un procès, il est alors ressenti comme un échec du système. Le recours au juge apparaît comme une pathologie puisque les principes objectifs du système juridique permettent à chacun, par la logique juridique, de reconstituer les solutions sans recourir à un tiers. Le conflit est la marque de l'échec, un gaspillage du système. L'obligation de demander à un juge d'imposer une solution que la seule interprétation des textes par chacun ne permet pas de dégager *a priori* est le signe d'une lacune du droit, d'une défaillance.

Dès lors, l'activisme des fonds d'investissement par la remise en cause des pouvoirs, le refus d'un réflexe hiérarchique, la tendance à porter un désaccord au contentieux, comme l'a montré notamment l'affaire du groupe André (v. chapitre précédent), ce qui est usuel dans les mœurs américaines, ne pouvaient être perçus que comme la manifestation d'une agression. La loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques se situe pourtant dans la mouvance anglo-américaine dans la mesure où elle distribue largement des droits d'action pour contester en justice les décisions des dirigeants. Il est vrai que les

bénéficiaires de cette attribution légale de droits d'action procédurax ne sont pas seulement les actionnaires – en cela, la loi française se démarque du droit anglo-américain –, mais encore tous ceux qui peuvent contester les mandataires sociaux (comité d'entreprise, Commission des opérations de Bourse ou ministère public).

Certes, on retrouve à travers cette différence l'opposition dans la conception de l'intérêt que doivent servir les mandataires : intérêt commun des associés ou intérêt social de la personne morale. Mais il s'agit bien d'un tournant dans le droit français puisque l'action en justice contre les dirigeants sociaux s'intègre dans le fonctionnement ordinaire des sociétés. Pourtant, cette évolution n'est marquante qu'en ce qui concerne les sociétés cotées, parce que c'est là qu'interviennent les fonds d'investissement. Cette limitation de l'évolution aux seules sociétés cotées provient aussi, on l'examinera par la suite, de politiques dans ce sens des autorités de marché financier, lesquelles n'atteignent que les sociétés cotées.

## **Métamorphose institutionnelle et fossé entre sociétés cotées et sociétés non cotées**

La puissance des fonds d'investissement ne peut se développer dans le fonctionnement des sociétés françaises que s'ils peuvent agir sur des 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. Dès lors, on ne peut penser 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. Or, comme on va le voir, on observe la concordance entre les intérêts des investisseurs et la fonction des autorités de régulation. Cela explique le mouvement d'opinion qui, en France, est très analogue lorsqu'il s'agit d'apprécier l'action des fonds et celle des autorités. Ce faisant, l'alliance des investisseurs et des autorités de régulation a fait évoluer le gouvernement des sociétés cotées, ce qui rend désormais crucial l'éloignement de celles-ci par rapport au gouvernement des sociétés non cotées, laissé en l'état.

## **La concordance entre les intérêts des investisseurs et la fonction des autorités de régulation du marché financier**

Les exigences des fonds d'investissement à l'égard des décisions des dirigeants et le retour sur investissement que celles-ci doivent engendrer sont parfois perçus, en France, comme un comportement remettant en cause l'ordre des pouvoirs. Cela est d'autant plus marqué que les actionnaires institutionnels peuvent compter pour cela sur la vigilance des autorités de marché françaises, qui exercent une pression analogue sur les dirigeants.

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. La Cob, à l'instar de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), impose cette transparence aux dirigeants en même temps qu'à elle-même, contrairement au fonctionnement des administrations classiques. En cela, les investisseurs et l'autorité de marché posent la transparence comme principe de légitimité des prises de décisions.

Il est important de noter que le droit français admet aujourd'hui ce principe de transparence, après avoir montré une réticence fondamentale. Même lorsqu'il s'agit de défendre un intérêt autre que celui des actionnaires, c'est-à-dire celui des salariés, c'est désormais sur le mode de la transparence et de la concertation préalable que les textes et la jurisprudence conçoivent cette participation.

On peut faire la même observation concernant les principes de responsabilité et de cohérence. Dans l'esprit des gestionnaires de 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. La Cob aborde de la même façon les décisions, mesure leur caractère compréhensible à travers le contrôle de l'information du marché et peut demander des comptes s'il s'avère que la protection de l'épargne a été atteinte. La montée en puissance du juge dans le droit des sociétés, soit quotidiennement, soit dans des grandes affaires, montre que cette culture ordinaire du conflit s'est implantée. L'émoi causé par l'invalidation de l'offre Schneider sur Légrand par la Cour d'appel de Paris atteste à la fois l'importance du juge ordinaire et le peu d'habitude que nous continuons d'en avoir.

Pour reprendre le thème de la culture du conflit, on peut considérer que l'autorité de marché est dans un même rapport ambigu, de confiance et d'agression, à l'égard des mandataires. Ainsi, la Cob dispose à l'encontre des dirigeants d'un pouvoir d'action analogue à celui des investisseurs. Il est en effet remarquable que l'autorité de marché, alors même qu'elle a le statut et l'office d'un juge dans les procédures de sanction administratives, dispose aussi du droit de se saisir elle-même. Même si cela pose par ailleurs des problèmes de principe relatifs à l'impartialité que l'on est en droit d'attendre de la Cob, cela traduit une nécessité d'activisme institutionnel qui est le juste pendant de l'activisme des fonds. 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.

## **La suspicion commune à l'égard des investisseurs étrangers et des autorités de marché**

Mais dans la mesure où les intérêts des investisseurs étrangers et la fonction des autorités de marché s'articulent fort bien, on comprend *a contrario* que la question de la légitimité des exigences des premiers à l'égard des dirigeants soit posée simultanément et dans des termes analogues à ceux qui sont utilisés à propos de la légitimité des autorités de marché, les deux exerçant une pression semblable et réciproque sur les dirigeants.

Cette perception similaire – voire unifiée – des fonds et des autorités, sous la forme d'une critique ou d'une approbation commune, tient au fait technique que les autorités de marché ont pour office de protéger l'épargne, c'est-à-dire l'investissement, donc les investisseurs, donc les fonds. Plus fondamentalement, l'une des façons de légitimer les autorités de régulation consiste à affirmer qu'il existe entre celles-ci et les investisseurs une sorte de contrat autosuffisant qui a pour but que les autorités engendrent et garantissent la confiance dont les investisseurs ont besoin. Cette idée de contrat conforte la thèse – plutôt anglo-américaine – de l'autorégulation des marchés financiers, qui peut avoir un effet répulsif pour ceux qui pensent que les marchés doivent subir une loi qui leur est extérieure. Il est donc pertinent de traiter dans une même analyse les opinions portées sur les fonds d'investissement et les autorités de régulation.

Ainsi, la culture juridique française correspond à une légitimité par la source, c'est-à-dire qu'un pouvoir est légitime dans la mesure où sa source l'est. Or ce raisonnement de légitimité en amont est pris en porte-à-faux à la fois pour les actionnaires et les autorités de régulation.

En effet, celles-ci, si l'on envisage la version française qu'en constitue la Commission des opérations de Bourse et le Conseil des marchés financiers, sont des organismes indépendants de l'exécutif. Ainsi, même s'il s'agit d'organismes appartenant ou collaborant au pouvoir de l'État, ils ne s'insèrent pas dans la hiérarchie à laquelle on a pu identifier celui-ci. C'est pourquoi certains observateurs ont pu voir dans la multiplication de ce type d'organisme le signe d'une « anarchie juridique ». Les autorités de régulation ne sont donc pas légitimées par l'insertion classique dans le monde politique. Il est remarquable que le doute sur leur légitimité s'accompagne le plus souvent de l'affirmation selon laquelle ces institutions sont étrangères à la culture française et ne sont que l'empreinte des autorités américaines. Cependant, même si les autorités de régulation demeurent une sorte de mystère conceptuel, leur légitimité pragmatique est désormais acquise. Le seul fait qu'on se contente de cette légitimité-là, qui se suffit à elle-même, dans un système français très conceptualisé, est notable, d'autant plus lorsqu'il transparaît dans la référence que constitue le *Rapport annuel* du Conseil d'État, qui était consacré en 2000 au thème des autorités administratives indépendantes.

Ce mélange d'approbation et de suspicion est analogue en ce qui concerne les actionnaires. On admet que la considération de ceux-ci progresse dans la mesure où il s'agit de protéger le minoritaire, dans un mouvement de consumérisme financier et, plus pragmatiquement, comme un moyen efficace de créer un contre-pouvoir à des dirigeants sociaux. Mais, dans le même temps, on remet en cause la puissance de tels actionnaires dans la mesure où celle-ci provient de leurs choix financiers et parce que leur stratégie, même si elle peut être patiente, est également de nature financière. Ainsi, la source de leur légitimité réside dans leur pouvoir financier, et dans la culture française, cette source n'est pas assez forte pour se suffire à elle-même.

Ainsi, les autorités de régulation financière comme les fonds d'investissement étrangers subissent une réprobation commune pour un grief simple : leur excès de puissance. On note ici la part rhétorique de la distribution de l'approbation et de la réprobation, dans la mesure où les mêmes réalités engendreront l'approbation si l'on évoque l'actionnaire minoritaire – figure du

dominé – et rencontreront la réprobation si l'on évoque le fonds de pension – figure du dominant. On oppose ainsi la « veuve de Carpentras » et le non moins fameux « gestionnaire de 30 ans » alors même que, dans la réalité des choses, la veuve est titulaire de parts de fonds. Il faut souligner cet effet pour mieux en tenir compte. Les fonds sont puissants parce qu'ils disposent des dirigeants non pas tant par l'exercice d'un pouvoir politique direct, le vote notamment (d'autant moins que ces pouvoirs sont plus faibles en droit américain qu'en droit français), mais par leur pouvoir de désinvestir des entreprises dont ils désapprouvent les stratégies. C'est la liquidité du marché financier qui leur permet de « voter avec leurs pieds ».

En parallèle, les autorités exercent désormais un pouvoir considérable, tant par la diversité de leurs instruments – édicton de règles générales, agrément, autorisation, sanctions – que par l'ampleur de la panoplie de leurs pouvoirs, dont aucune autorité administrative classique ne dispose, et alors même qu'elles échappent au contrôle hiérarchique du gouvernement.

Dès lors, le droit français est actuellement dans une situation ambiguë. En premier lieu, il est incontestable qu'il traduit une considération plus grande des actionnaires minoritaires, qu'il accroît la puissance du juge, qu'il organise des conditions de contrôle des décisions sociales, notamment à travers des actions en responsabilité qui cumulent les éléments précédents. Mais parallèlement, depuis quelques mois, une solution de « reprise en main » du politique est évoquée contre les autorités de régulation et contre les actionnaires puissants. Elle procède de la même idée. Il s'agit notamment de contraindre les autorités de régulation à rendre des comptes devant le gouvernement ou le Parlement, afin qu'elles ne s'adressent plus seulement au secteur financier lui-même. De la même façon, le législateur français entend adopter de nouvelles mesures pour limiter la puissance des investisseurs sur les décisions sociétaires, afin notamment de briser le plébiscite boursier qu'engendre l'annonce de licenciements. Présenté comme un mouvement de « modernisation sociale », celui-ci a ouvert pour objectif de contrebalancer la puissance des fonds.

Ainsi, d'une main, le droit français fait place aux exigences de transparence, de contrôle des décisions et de responsabilité des dirigeants exprimées par les fonds, et il refuse de l'autre main ce qui apparaît au législateur comme l'alliance univoque entre le marché et les dirigeants sociaux. Comme nous avons pu le souligner dès l'introduction de la présente étude, l'aventur de ce qui apparaît à certains comme un équilibre qui doit perdurer et à d'autres comme une contradiction insoutenable est une question ouverte.

## La césure des sociétés cotées soumise à l'observation croisée des actionnaires et des autorités, par rapport à l'opacité et au pouvoir moniste des sociétés non cotées

S'agissant plus particulièrement de la difficile articulation entre les intérêts des actionnaires et ceux des salariés, celle-ci doit néanmoins être relativisée, dans la mesure où même lorsqu'il s'agit de protéger les salariés, c'est encore sur un mode d'équilibre des pouvoirs conçus dans la théorie de *corporate governance*

(information, transparence, action en justice, responsabilité). La méthode américaine a donc trompé ; simplement, la classe des bénéficiaires est plus étendue en France qu'aux États-Unis.

On peut en trouver un exemple dans la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001. En effet, le représentant du personnel peut désormais assister aux assemblées d'associés pour exprimer son point de vue et bénéficier des informations qui y sont données, alors même qu'il ne serait pas associé lui-même. Ainsi, la loi a fait du salarié un « quasi-associé ». La référence est donc désormais l'associé, et la protection du salarié passe soit par la possibilité d'acquiescer une action et, par là, la pleine qualité d'actionnaire, soit par la détention de droits « comme si » il était associé. Le mouvement est paradoxal : l'équilibre entre deux intérêts contraires – celui de l'associé et celui du salarié – prend désormais la forme d'un rapprochement du droit des sociétés et du droit du travail.

Mais ces observations ne sont vraiment pertinentes qu'en ce qui concerne les sociétés cotées. Elles sont soumises à une régulation qui ressemble davantage aux mœurs nord-américaines qu'aux mœurs françaises. Les autorités françaises traduisent fréquemment des positions de principe adoptées préalablement par les autorités américaines. Il suffit de donner ici comme exemple les exigences concernant les plans de rachat d'actions ou les alertes aux résultats, ou encore les augmentations de capital par lignes d'actions. En première analyse, on y verrait volontiers une sorte d'impérialisme juridique, le système américain s'imposant par sa puissance avec tous ses attributs, notamment son droit. S'il en était ainsi, alors le nouveau droit pourrait être en décalage par rapport aux besoins du marché français. Mais, en seconde analyse, on peut soutenir que cette importation n'est pas seulement causée par la puissance du système émetteur (américain), mais qu'elle se réalise aussi par adéquation avec les besoins du système récepteur (français). En effet, on peut dire qu'un marché requiert un droit structurellement analogue à lui-même. Or le marché, contrairement au système juridique français, ne fonctionne pas selon le modèle hiérarchique, notamment pas dans les références aux titres et à la règle de l'obéissance que celui-ci opère. Symétriquement, le marché est fondé sur des affrontements entre les offres et les demandes, c'est-à-dire sur une culture du conflit, sans règlement hiérarchique de celui-ci. En cela, le droit anglo-américain, qui repose sur ces principes, est plus adapté à une organisation de marché. Dès lors, l'adoption des mœurs anglo-américaines est davantage un effet d'adéquation des cultures juridiques anglaises et américaines au marché qu'un effet de l'importation violente de ces droits.

C'est ainsi que la légitimité des autorités de régulation se construit sur la base de l'aptitude à faire circuler de l'information fiable et à organiser un débat permanent dans lequel non seulement les actionnaires mais encore les dirigeants et le gouvernement peuvent faire valoir leurs argumentations. Le marché financier fonctionne comme un vaste espace rhétorique sans maître véritable, dans une logique discursive perpétuelle. Est-ce à dire que le marché financier se sépare ainsi définitivement du modèle de décision politique et fait sécession avec des modes plus démocratiques de gouvernement ? Cela ne serait vrai que si l'on confrontait ce fonctionnement avec un modèle traditionnel de décision prise unilatéralement par une élite élue, sans discussion ni révélation de ses motifs. Mais depuis vingt-cinq ans se sont construits des modèles

d'organisation politique fondés sur la notion d'espace public du débat, selon les modèles d'Arendt et d'Habermas (1) notamment. Dès lors, ce fonctionnement d'un marché et d'un contrôle de marché où tout se débat et se justifie peut trouver une légitimité par référence aux nouvelles conceptions de la démocratie délibérative.

Les thèses les plus argumentées, soutenues par les personnes les plus autorisées, auront donc du poids, et l'on peut affirmer que cette règle vaut pareillement pour les dirigeants des sociétés cotées, les actionnaires et les autorités. Les théories de la crédibilité, par la constance des opinions et la notoriété de ceux qui les énoncent, sont pertinentes pour chacun des acteurs du système financier. L'obligation de motivation, l'interdiction des effets de surprise, l'obligation d'une certaine constance des comportements lorsque l'environnement ne change pas s'imposent de la même façon pour chacun des personnages précités. Plus encore, le crédit personnel a un poids identique pour l'autorité des dirigeants sociaux, pour les dirigeants des autorités de régulation ou ceux qui défendent par métier les actionnaires minoritaires.

Cette construction de la légitimité et du fonctionnement des sociétés cotées est plus familière au monde anglo-américain qu'au monde romaniste. En effet, cette articulation des thèses argumentées qui s'affrontent renvoie à l'organisation du procès dont le marché est l'arbitre impartial, procès et marché étant l'ordinaire de la société américaine. Cela fut longtemps étranger à la société française, ce qui explique en partie la difficulté d'acclimatation des règles juridiques américaines, exprimée par les fonds d'investissement.

Mais s'il fallait identifier un choc causé par la montée en puissance des fonds d'investissement dans les sociétés françaises, il ne se situe pas tant dans l'évolution qu'ils provoquent dans les sociétés cotées que dans l'absence d'évolution qu'ils confortent dans les sociétés non cotées.

En effet, le droit français conçoit des catégories de société – la société anonyme, la SARL, les sociétés en nom collectif, en commandite, etc. – et opère des classifications ; la principale est celle qui distingue les sociétés de capitaux et les sociétés de personnes. Mais le gouvernement des sociétés cotées a été transfiguré par l'influence du marché, dans lequel autorités et investisseurs s'allient et se confondent, à travers notamment les principes de transparence, d'information et de responsabilité. Faute d'une telle pression, les sociétés non cotées sont restées gouvernées selon les principes anciens, c'est-à-dire essentiellement le pouvoir traditionnel du président, qui bénéficie notamment d'une asymétrie d'information par rapport aux autres associés.

Cela engendre deux difficultés. En premier lieu, il est préférable que les branches du droit se dessinent selon des distinctions correspondant aux traits distinctifs des différentes organisations d'entreprise. Cette méthode impliquerait que le droit français adopte comme *summa divisio* la distinction entre la société cotée et la société non cotée. La spécificité des sociétés cotées est devenue telle qu'il faudrait que le législateur en donne acte et que la législation se reconstruise sur l'opposition entre ces deux formes.

(1) Hannah Arendt (1906-1975), philosophe américaine d'origine allemande, a notamment replacé au centre du débat politique les notions de citoyenneté et de droits. Jürgen Habermas (1929-), sociologue et philosophe allemand, a mis en évidence la reconstruction de l'opinion publique au sein de nos sociétés démocratiques en mutation.

## La loi sur les nouvelles régulations économiques

L'élaboration de la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 a été très laborieuse. Les affrontements ont porté principalement sur l'organisation juridique des entreprises, c'est-à-dire le droit des sociétés, qui fait l'objet du troisième titre de la loi. Certaines audaces ont été conservées, d'autres non.

En premier lieu, il était initialement prévu de redistribuer les pouvoirs entre le directeur général, qui assurait l'administration générale de la société, et le conseil d'administration, qui concevait la stratégie d'ensemble et la surveillance de celle-ci. La structure de pouvoir devait ainsi passer d'une concentration de fait de tous les pouvoirs entre les mains du président du conseil d'administration à une structure duale, présentée souvent comme la caractéristique du droit allemand. Ce qui constituait la spécificité de la société anonyme à directeur était ainsi généralisé. Or ce type de société n'avait été introduit dans la loi de 1966 que par le biais d'un amendement, et n'a jamais eu de succès. Cela explique le recul de la loi dans sa version finale puisque la dualité des pouvoirs, qui aurait dû engendrer cette régulation – entendue au sens d'équilibre –, est devenue facultative. Le président du conseil d'administration peut exercer ce pouvoir – que l'on voulait distinct – de direction générale. Il faudrait une volonté exprimée dans les statuts pour que la dualité entre directeur général et conseil d'administration soit adoptée. On peut raisonnablement penser qu'elle le sera peu.

En deuxième lieu, la loi vise à lutter contre les conflits d'intérêts. Le contrôle accru des conventions et des relations que les administrateurs entretiennent directement ou non avec la société est emprunté au droit anglo-américain. En effet, la méthode française consiste traditionnellement à éviter les conflits d'intérêts, notamment par la technique des incompatibilités et des contrôles a priori, tandis que le droit anglo-américain préfère gérer ces conflits, d'une part par le procédé de la transparence à travers les obligations de révélation spontanée à la charge des dirigeants en conflits d'intérêts, qui sont insérées largement dans la loi NRE –, d'autre part par des contrôles a posteriori, à travers des actions en responsabilité, favorisées systématiquement par la loi NRE. Ainsi, le droit français des sociétés, qui fut un droit de structure et d'organisation de procédure des pouvoirs de décision, devient un droit de comportement et d'appréciation des conflits d'intérêts.

En troisième lieu, la loi procède à une sorte de distribution de droits procéduraux aux actionnaires. On peut prendre l'exemple de l'expertise de gestion, plus accessible désormais et plus efficace aussi, puisque les actionnaires peuvent l'exercer à l'intérieur d'un groupe. D'une part, cela s'explique par le constat d'une opposition d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants alors que le droit français était construit, notamment par référence à l'intérêt social, sur l'affirmation d'une union des deux.

D'autre part, l'idée est qu'en distribuant des droits d'action, même à des actionnaires non représentatifs, agressifs, parfois « matifères chanteurs », les dirigeants seront mieux contrôlés, et leurs fautes éventuelles révélées. La virtualité du recours au juge devient le mode même de la régulation ordinaire des pouvoirs. Les actionnaires sont pris comme agents de la légalité.

En quatrième lieu, l'un des traits les plus frappants de cette loi est le rapprochement – si ce n'est la confusion – entre le statut de salarié et celui d'actionnaire. Ce mouvement avait lieu jusqu'ici dans un sens : par le biais des stock-options, les managers salariés deviennent aussi intéressés que les actionnaires, mais également exposés au risque patrimonial. La loi opère le rapprochement symétrique, sans doute avec l'idée d'une sorte de compensation : désormais, il y a un droit des salariés à être représentés aux assemblées d'associés, même s'ils ne sont pas associés eux-mêmes. En outre, des droits d'accès au juge semblables à ceux des actionnaires sont donnés aux comités d'entreprise. Devant l'échec avéré de la participation des salariés au conseil d'administration, c'est-à-dire à la prise de décision à l'allemande, la loi réintègre la participation sur un autre mode : celui de la participation au contrôle, à l'information et surtout à la contestation. Les conflits collectifs du travail font ainsi leur entrée dans le droit des sociétés.

Eyghn, en cinquième lieu, probablement en anticipant la résistance face à la perspective d'adoption d'une structure duale de pouvoir, et sans doute l'échec de la proposition qui est désormais faite aux associés de l'adapter par voie statutaire, la loi utilise l'arme de la transparence ; celle-ci s'applique aux rémunérations pour les dirigeants et les premiers salariés. Elle est une manière de prendre le relais lorsque la régulation n'a pas de prise sur les comportements. La transparence est la règle pour les sociétés cotées parce qu'elle est celle du marché sur lequel elles sont émettrices. Mais ici, la mesure vaut aussi pour les sociétés non cotées. Cela montre que la problématique du gouvernement d'entreprise, issue des sociétés cotées et cantonnée jusqu'ici à celles-ci, gagne les sociétés fermées. Cette extension des principes de corporate governance des sociétés cotées aux sociétés non cotées explique d'ailleurs en partie les difficultés d'adoption de la loi.

La pratique résultant de la loi pourra être de plusieurs ordres : soit le respect de la lettre et de l'esprit de la loi (participation procéduralement respectée et effective, donc réussite de la loi dans sa volonté première d'équilibrer les rapports de forces entre les dirigeants et les associés et salariés, soit le respect de la lettre et non de l'esprit de la loi (adoption des formes requises mais pas de participation effective, ce qui correspond à un usage sophistiqué de la loi, alors que celle-ci espérait instaurer une véritable discussion entre les parties prenantes de la société), soit l'irrespect de la loi (notamment sur la transparence) et contestation par les associés et/ou les salariés par saisine du juge, soit l'irrespect de la loi sans saisine du juge, faute d'acteurs pour saisir (ce qui est surtout probable dans les sociétés non cotées). Ce que l'on peut surtout craindre, c'est la

*réalisation de la deuxième hypothèse, c'est-à-dire le respect de la lettre et non de l'esprit, en tout cas pour les sociétés non cotées. La raison en serait la suivante : dans les sociétés cotées, c'est la pression des actionnaires et du marché qui produit de la corporate governance, plus que l'ordre de la loi, ce qui peut faire craindre que dans les sociétés non cotées, où seule la prescription de la loi pénètre, les mœurs ne changent pas si vite.*

Mais, en second lieu et à l'inverse, si l'on estime que le gouvernement d'entreprise a progressé dans les sociétés cotées, il faut trouver des modes de bilatéralisation des règles dégagées à leur sujet et qu'il serait bon d'implanter dans les sociétés non cotées. De ce point de vue, la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques est symptomatique de ce mouvement puisque les nouvelles obligations de transparence en particulier concernent indifféremment les sociétés cotées et non cotées. Ce mouvement de réunification du droit des sociétés repose sur l'idée que ce qui est bon pour les sociétés cotées l'est pour les sociétés en général.

L'adoption des principes de bon gouvernement d'entreprise (transparence, règlement des conflits d'intérêts, responsabilité, éviction des dirigeants) est acquise en droit français. Ce qui demeure incertain est le choix qui reste à effectuer entre la reconstitution du droit des sociétés autour d'une opposition entre sociétés cotées et sociétés non cotées ou bien l'extension à ces dernières de l'évolution qui, pour l'instant, est observée uniquement dans les sociétés cotées. C'est là où le législateur reprend la main.

## Bibliographie

- Black (Bernard S.),** *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLAL. R., 811, 1992.
- Bouloc (Bernard),** « Faut-il réformer le droit des sociétés ? », in *Revue de jurisprudence commerciale*, 1998, p. 209.
- Canivet (Guy),** « Le juge et l'autorité de marché », in *Revue de jurisprudence commerciale*, 1992, p. 185.
- Commission des opérations de bourse (Cob),** « Le gouvernement d'entreprise », *Bulletin de la Cob*, décembre 1994, n° 286, p. 1.
- Couret (Alain),** « Les apports de la théorie microéconomique moderne à l'analyse du droit des sociétés », in *Revue des sociétés*, 1984, p. 251 ; « Le gouvernement d'entreprise, la corporate governance », in *Recueil Dalloz-Sirey*, 1995, chronique, p. 163 ; « Première traduction législative de la corporate governance : la loi sur les fonds de pension (libres propos autour de la loi n° 97-277 du 25 mars 1997) », in *Recueil Dalloz-Sirey*, 1997, chronique, p. 241.
- CNPF et Atep,** *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, éd. ETP, 1995 (rapport Viénot I), 1999 (rapport Viénot II).
- Didier (Paul),** « Théorie économique et droit des sociétés », in *Mélanges Sayag, Litec*, Paris, 1997, p. 227.
- Frison-Roche (Marie-Annel),** « La distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées », in **Mattout (J.-P.), Vauplane (H. de) (dir.),** *Mélanges AEDB-France*, Banque Éditeur, 1997, p. 189 et suiv. ; *Droit, finance, autorité : les modes de régulation juridique propres aux autorités de marchés financiers*, Laboratoire de sociologie juridique, 1999.
- Jensen (Michael C.), Meckling (William H.),** « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure », in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305.
- Le Cannu (Paul),** « Légitimité du pouvoir et efficacité du contrôle dans les sociétés par actions », in *Bulletin Joly*, 1995, chronique, p. 643.
- Maati (Jérôme),** *Le gouvernement d'entreprise*, coll. « Management », De Boeck Université, Bruxelles, 1999.
- Pézarid (Alicel), Thiveaud (Jean-Marie) (dir.),** *Corporate governance : les perspectives internationales*, Association d'économie financière, LGDJ Montchrestien, Paris, 1997.
- Williamson (Oliver E.),** « Corporate Governance », in *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 1197.