

Liber Amicorum  
Guy Horsmans

=====  
EXTRAIT  
=====

**BRUYLANT**  
**BRUXELLES**  
2 0 0 4

# PRINCIPES DU DROIT DES SOCIÉTÉS ET PRUDENCE DE GOUVERNEMENT

PAR

MARIE-ANNE FRISON-ROCHE

PROFESSEUR DES UNIVERSITÉS À SCIENCES PO  
DIRECTEUR DE LA CHAIRE RÉGULATION

1. Dans sa conception libérale, le droit développe une conception raisonnable du pouvoir. Il ne vise pas à donner celui-ci au meilleur. En cela la modestie du droit est semblable à celle de la démocratie. Il n'ambitionne pas non plus que la décisions prise dans l'exercice du pouvoir soit, parmi toutes les décisions possibles, la plus juste et la plus efficace. Le droit libéral a plutôt pour objet de laisser jouer les libertés et fournit à cette fin le cadre permettant leur exercice. Le souci du droit est également d'éviter le pouvoir «catastrophique», manière de désigner le pouvoir sans limite et dans l'exercice duquel toute décision devient possible. Créon n'en est pas la figure car il exprime au contraire la contrainte du droit positif, c'est Caligula qui illustre ce pouvoir hors de toute limite. Ainsi, lorsque le droit est gardien des libertés, il ne pose le pouvoir que pour le limiter dans le souci de protéger la liberté de ceux à l'égard desquels on décide, et il n'a prise sur la substance des décisions que pour exclure les actes inacceptables, dans le souci de protéger la liberté de ceux qui décident.

2. Lorsque le pouvoir est exercé pour soi-même, de soi à soi, il exprime alors la disponibilité que l'on a de sa personne, c'est-à-dire une forme de liberté. Le droit classique estime qu'il faut mais qu'il suffit que l'être humain ait conscience de ses intérêts propres pour qu'il les serve. C'est pourquoi les personnes qui ne perçoivent pas leurs intérêts, les incapables, voient leur liberté réduite et leurs intérêts confiés à d'autres. L'exception confirme la règle selon laquelle il suffit donc que le droit préserve l'autonomie de la volonté des personnes pour que leurs intérêts soient servis. Certes, les intérêts res-

pectifs des personnes peuvent s'opposer. Dans ce cas, le droit libéral offre le mécanisme juridique du contrat, qui permettra l'ajustement au mieux des intérêts. En effet, par le jeu de la rencontre des volontés et grâce au postulat selon lequel une volonté éclairée permet le service des intérêts personnels, le contrat ne sera accepté par celui auquel il est proposé que si les intérêts de l'offrant et de l'acceptant sont également satisfaits. Le contrat permet à la personne d'ajuster ces intérêts à ceux d'autrui semblablement défendus. C'est par référence à cette spontanée balance des intérêts, puisée dans la liberté contractuelle, c'est-à-dire dans la liberté de ne pas contracter, que le droit classique présente le contrat comme naturellement juste.

3. La figure du pouvoir au sens strict est plus délicate à tracer. Le pouvoir vise alors la puissance juridique donnée à quelqu'un pour qu'il en fasse usage au bénéfice d'un autre. Le pouvoir exprime un mandat. La difficulté est interne au modèle libéral en ce que la rationalité précitée produit l'effet redouté : le titulaire du pouvoir va avoir tendance à utiliser celui-ci à son profit plutôt qu'au bénéfice de celui pour lequel on le lui avait conféré. Le pouvoir est en effet davantage une charge qu'un droit, c'est-à-dire une prérogative qui est exercée par une personne dans un autre but que son intérêt direct. Or, le modèle libéral du droit et de l'économie manie davantage les prérogatives que les charges.

4. Parmi ces relations dans lesquelles l'un se charge de l'intérêt de l'autre, on peut distinguer deux catégories. Le premier type de liens concerne une personne qui a souci de faire passer cet intérêt avant le sien. Cela suppose qu'il y ait dans la relation même plus que de l'intérêt pour soi, ce à quoi renvoie par exemple la catégorie des «contrats de bienfaisance». Parfois, la relation est si désintéressée qu'elle cesse d'être juridique, relation d'amitié ou d'amour qui n'engendre d'obligation que «naturelle». Si le droit pourtant s'en mêle, cela pourra prendre la forme de l'autorité parentale exercée par les parents sur les enfants mineurs : les parents n'ont de pouvoir sur les enfants que pour mieux servir les intérêts de ceux-ci. Une autre relation de ce type est la relation politique entre la collectivité des citoyens et les dirigeants politiques, lesquels n'ont le pouvoir que pour servir le peuple, et cela même dans le système monarchique. L'unité entre la personne du Roi et le Peuple, le sens de l'état, l'amour de la Nation et autres notions de ce type, fondent la relation par laquelle les citoyens s'en remettent aux dirigeants. Dans

ces conditions, le pouvoir peut être juridiquement absolu car il contient en lui-même sa limite, limite ajuridique.

5. Mais dans la catégorie des relations intéressées, on ne peut trouver un tel dépassement du droit dans le droit. Nous voilà renvoyés à l'hypothèse plus courante, peut-être plus crédible, dans laquelle celui qui exerce le pouvoir pour autrui n'a pas d'affection particulière pour celui-ci, n'est pas particulièrement dévoué, demeure guidé par la rationalité précitée des intérêts, en premier lieu donc des siens. On peut en trouver un exemple dans le contrat de mandat. Le mandant s'en remet au mandataire mais le droit ne s'en tient pas à ce rapport fiduciaire et organise la façon dont le premier peut révoquer le second, ainsi que la manière dont le second va rendre des comptes au premier. L'enjeu raisonnable est de ne pas attendre que le mandataire fasse des prouesses mais d'exiger qu'il ne fasse prendre au mandant des risques inconsidérés : voilà la référence au fameux «père de famille». Mais ce que l'amour paternel obtient par nature, cette prudence observée lorsqu'il s'agit des intérêts des enfants, le droit va devoir l'obtenir par la force lorsque le souci d'autrui n'est plus aussi fort, lorsque la relation de pouvoir est ordinaire.

6. Dans le droit des sociétés, pour lequel il est difficile de soutenir que les mandataires sociaux aiment les actionnaires comme leur progéniture ou qu'ils ressentent dans leur personne le bonheur ou les souffrances de la communauté des investisseurs, le droit va essayer d'obtenir que les mandataires sociaux ne prennent pas des risques inconsidérés avec les intérêts d'autrui. Il peut s'agir des intérêts des actionnaires si l'on conçoit la société comme la traduction institutionnalisée de la relation patrimoniale d'apport, il peut s'agir aussi des intérêts des salariés si l'on conçoit la société comme l'être juridique de l'entreprise, croisement de ressources financières et de force de travail et d'ingéniosité, il peut s'agir des intérêts de la société elle-même si l'on adhère la réalité de la personne morale.

7. Le mandataire social doit certes avoir un caractère plus aventureux que celui du père de famille, son tempérament d'entrepreneur devant le conduire à prendre des risques, tandis que par nature ces risques doivent être assumés par les associés parties au contrat aléatoire par lequel la société est fondée. Le dirigeant doit tout de même ne pas être imprudent au point de mettre en péril la situation des actionnaires. En effet, si l'article 1832 du Code civil français et

le droit des sociétés tout entier impliquent que les actionnaires s'exposent aux risques en contrepartie de leur espoir de gains, cet aléa doit tenir davantage à la situation économique et à l'incertitude des lendemains qu'aux fantaisies du dirigeant.

8. Le droit doit écarter la gestion trop imprudente menée par les dirigeants sociaux, parce que par définition ceux-ci entraînent avec eux la chute d'autres intérêts, ceux-là même qu'ils avait la charge de satisfaire. L'actualité judiciaire, généralement par le biais d'une faillite retentissante, montre que les dirigeants de sociétés importantes ont par leur conduite propre mis en péril, voire ont fait succomber la société, soit par fraude caractérisée – Enron, WorldCom, Parmalat –, soit par inconscience des risques dans l'obsession quasi délirante des profits merveilleux, espérés, attendus, promis.

9. La seconde situation est plus préoccupante que la première car elle démontre que des risques disproportionnés peuvent être pris sans malice par les dirigeants. Pourquoi cette imprudence? Pourquoi maintenant? et comment y parer? Le souci ne vient pas de la possibilité pour des escrocs de gruger des investisseurs dont la crédulité n'a souvent d'égal que l'espoir douteux d'un gain disproportionné, possibilité que le droit ne peut exclure, mais dans le fait que le droit incite structurellement à l'imprudence. Si l'on réfléchit tant sur le «gouvernement des entreprises», c'est qu'il ne va plus du tout de soi. Pourquoi ce souci était-il si peu évoqué précédemment? Cela tient au fait que naguère les sociétés étaient gouvernées par des associés qui, à ce titre et de ce seul fait, étaient prudents (I). La dissociation entre le pouvoir et le risque a fait naître les réflexions parce qu'elle a révélé les difficultés. Ce mérite heuristique ne s'accompagne pourtant pas des solutions pour les résoudre (II).

#### I. – LE BON GOUVERNEMENT DES SOCIÉTÉS GRÂCE À LA PRUDENCE PATRIMONIALE

10. Le raisonnement classique liant détention du capital et gouvernement de l'entreprise avait une grande efficacité, mais la structure des sociétés ne permet plus de le maintenir. Situation à laquelle il faut donner acte.

11. Sur le premier point, le droit classique des sociétés, celui qui associa la structure capitaliste de l'économie à la limitation de la

responsabilité des actionnaires à hauteur de leur apport, avait prévu peu de contrôle sur les dirigeants des sociétés anonymes, du fait de la conception patrimoniale de celles-ci. Comme la catégorie « société de capitaux » l'indique, l'essentiel est dans l'apport, et pour la société qui l'utilise pour développer son activité, et pour l'investisseur qui en attend les fruits. Par une différence essentielle entre la société politique actuelle et la société commerciale, la puissance du droit de vote dans celle-ci dépend non pas du nombre de personnes acquises à une solution mais du nombre de parts dans le capital social détenu par l'actionnaire, parce qu'il faut donner du poids à celui qui risque le plus. Dans la mesure où le processus du vote conduit à l'élection des administrateurs, même si le vote par tête régit ensuite le conseil d'administration, la composition de celui-ci, sa majorité et sa minorité, résulte du premier processus. Ainsi par imprégnation successive, la puissance capitaliste porte au pouvoir l'actionnaire le plus doté en capital social.

12. Pourquoi cette conception ploutocratique du pouvoir et pourquoi persiste-t-elle dans la société commerciale alors qu'elle est désormais inconcevable pour la cité politique? Parce que le fondement de la règle est distinct dans chacune de ces deux figures. Dans le monde politique, la référence à la détention patrimoniale renvoyait à l'idée que les personnes riches démontraient de ce fait plus de sagesse et plus de compétences, ce qui les rendait aptes à avoir une puissance politique dont les autres demeuraient privés. Cette association entre richesse et compétence n'a plus lieu d'être, récusée par le système politique. Le lien entre capital et droit de vote dans les sociétés commerciales a une autre raison, liée à la nature aléatoire du contrat de société. En effet, la manière dont la société est gouvernée engendre pour tous soit des gains soit des pertes mais l'ampleur du risque est plus forte pour celui qui détient plus de capital. C'est donc le risque qui le porte au pouvoir.

13. Si l'on confie la direction de la société anonyme à l'actionnaire qui détient le plus de capital social, la difficulté première, à savoir la dissociation des intérêts des mandants et du mandataire, cesse. En effet, le mandataire est par nécessité mandant, comme l'exprime en d'autres termes la loi qui ne permet qu'à un associé d'être administrateur. Si l'on superpose à cette exigence le fait que le contrat de société, contrairement aux contrats ordinaires, fait que lorsqu'un actionnaire gagne, les autres gagnent aussi, par le partage

des risques et des bénéfiques, alors le dirigeant poursuivra son intérêt personnel en gérant au mieux la société pour obtenir le gain qu'il convoite, ce qui mécaniquement produira la satisfaction de l'intérêt des autres. On retrouve l'image libérale du marché, présenté comme un gâteau dont l'accroissement engendre un surplus pour chacun, même sous la forme de «miettes».

14. Même si l'on peut prendre quelque distance à l'égard de cette idée d'intérêt commun libéral, il demeure que le dirigeant ne prendra pas de risque inconsidéré car il mettrait ainsi en péril son propre investissement. Ainsi, la décision catastrophique, celle-là que les règles de gouvernement des entreprises veulent éviter, ne risque pas d'être prise. En outre, il s'agit d'une loi au sens causal du terme, c'est-à-dire que le risque patrimonial encouru par le dirigeant produit par sa seule puissance la prudence de gestion, sans qu'il faille prévoir d'autres règles extérieures, auxiliaires ou alternatives. Si le droit traditionnel des sociétés n'a ni particulièrement développé la notion d'information ni conféré des droits multiples de saisir les juridictions contre les dirigeants, c'est parce qu'il s'en est tenu à cette garantie en soi des intérêts des autres, servis par le dirigeant grâce à cette coïncidence avec le service naturel de son intérêt, engendrée par le cumul de la qualité de dirigeant et d'actionnaire le plus puissant.

15. Les études de gestion comparée montrent d'ailleurs cet avantage des entreprises dites désormais «patrimoniales», en ce qu'elles sont non seulement plus prudentes dans leur décision mais encore plus aptes à abandonner des investissements apparaissant ultérieurement trop lourds ou incertains, le souci de la conservation du patrimoine prévalant sur l'*hubris*. Cet *hubris*, vice craint par les Grecs et constitué par un mélange d'orgueil, de démesure et d'amour-propre, est une des sources principales des décisions déraisonnables. Elle ne tient pas dans l'insuffisance d'information ou dans le développement inattendu des situations mais dans le cœur même du dirigeant. Des études financières ont montré l'influence de l'*hubris* dans les offres publiques, notamment dans les défenses déclenchées par les dirigeants de la société cible.

16. Cela nous amène au second point, à savoir la disparition des effets heureux de cette loi traditionnelle qui joint risque patrimonial et direction de la société, alors même que le droit continue de l'inscrire au fronton du droit des sociétés, en interdisant notamment la

constitution d'un marché autonome des droits de vote. Plus précisément, le bénéfice du lien semble avoir cessé d'opérer concernant les sociétés cotées, alors qu'elle joue encore concernant la majorité des sociétés non cotées. En effet, en premier lieu, le capital demeure concentré dans celles-ci, alors que par nature le capital social des sociétés cotées est dispersé. Ainsi, même si le dirigeant social est actionnaire, il ne détient généralement qu'une quotité infime du capital social, lequel est plutôt tenu par des investisseurs institutionnels et des fonds. Le lien entre direction et risque disparaît. Le phénomène des *stocks-options* achève de le déliter.

17. Par ailleurs, un phénomène tout aussi important réside dans la publicité que le marché financier procure, au point de mettre les dirigeants sociaux dans une situation de vedettariat. Or, la prise de risque, le parfum d'audace ainsi engendré, le goût que la presse en a, sont des moyens pour les dirigeants d'accéder au statut de star. Cela a pour conséquence un développement spectaculaire d'un *hubris* que le souci patrimonial ne vient plus compenser. Au contraire, les dirigeants deviennent d'autant plus indifférents à l'ampleur des risques encourus par les actionnaires que les avantages patrimoniaux qu'ils reçoivent sont peu affectés par la variation des titres et que ceux-ci participent directement à la vanité précitée, notamment dans un train de vie institutionnel confirmant l'assimilation des dirigeants à des vedettes.

## II. – LES APORIES ET CONTRADICTIONS AUXQUELLES LE GOUVERNEMENT DES SOCIÉTÉS COTÉES EST CONFRONTÉ

18. De cette façon, la financiarisation de l'économie a triomphé d'une logique patrimoniale sur laquelle le capitalisme s'était construit. La manifestation la plus nette en est la pratique dite du «rachat d'action», validée par le législateur, qui prive la société de fonds pour rendre plus attractifs les titres liquides, l'accroissement de l'ampleur des droits des actionnaires – par l'effet dit de relation – ne venant en rien de l'activité économique mais d'une pure manœuvre financière.

19. Comment dans ces conditions peut-on obtenir un gouvernement prudent? Les pistes retenues sont l'éthique, la responsabilité



et la transparence. La critique est plus aisée que l'art mais l'heure n'est plus tant à la critique ou à la pragmatique. Il s'agit plutôt de repenser les équilibres dans les sociétés et les règles de bon usage des pouvoirs. On soulignera les difficultés et les apories de ces conceptions nouvelles auxquelles législateurs et régulateurs ont recours puisque la prudence patrimoniale n'est plus à portée. La plus nette conscience des déficiences actuelles, dans la conception des choses plutôt encore que dans les instruments, peut être un moyen de réfléchir à de nouvelles solutions.

20. Prenons la volonté de restaurer l'éthique. Il conviendrait plutôt de qualifier cette tendance de vœu car l'éthique, que l'on peut définir comme une morale collective propre à un groupe de personnes en raison de leurs professions ou de leurs fonctions, se prête mal au décret. Sa déclaration produit de l'angélisme, dont le régulateur financier américain soulignait récemment que ses dangers n'étaient pas moindres que ceux du cynisme. L'éthique consiste principalement dans la loyauté des dirigeants qui devraient dire ce qui leur est défavorable et préférer l'intérêt des actionnaires aux siens, et dans le comportement des intermédiaires exerçant en toute impartialité leur office. En affirmant la consolidation de cette éthique, l'idée revient à l'hypothèse d'une relation de pouvoir gouvernée par autre chose que le droit, ici le sens moral. En faisant place à toujours plus de déclarations en ce sens, plus ou moins juridicisées dans des codes de conduite privés, en leur accordant plus ou moins foi, on masque l'aporie de règles de gouvernement.

21. La responsabilité et la transparence sont deux pistes d'une autre nature car la solution ne vient plus alors du dirigeant lui-même ou d'une façon plus générale de celui qui exerce le pouvoir. L'analyste financier appartient à cette catégorie puisque le marché le suit, ce qui est le plus net pouvoir. L'action visée est celle des tiers, à la fois concernés et méfiants, auteurs bienvenus de pressions qui s'exercent sur les titulaires du pouvoir de prendre des décisions ou d'infléchir les comportements des investisseurs. La transparence fournit les armes, la responsabilité fournit l'attaque.

22. Il faut alors croire que la transparence suffit à faire comprendre, car transparence et information n'ont de pertinence que si elles permettent aux intéressés d'accéder non pas tant à l'information qu'à son intelligibilité. Or, l'information financière est si complexe

et mouvante, si proche désormais du *marketing* financier, que la superposition des informations et l'art de les présenter les unes par rapport aux autres apparaissent comme la plus efficace des opacités.

23. Les règles de l'information ne mettent donc pas toujours les actionnaires en mesure de tirer des conséquences d'une première décision inquiétante, pour quitter la société, voire attaquer le dirigeant, par l'action en justice ou la révocation. De la même façon, il faut croire que les responsabilités seront effectives. Cela signifie en amont que le dirigeant social se sent fautif alors que des études ont montré qu'il se percevait souvent comme celui qui a raison avant les autres, contre les autres et que demain lui rendra justice. Ainsi, les bienfaits de l'intériorisation de la sanction jouent paradoxalement moins pour ces agents plus éduqués que pour d'autres. Il conviendrait encore qu'en aval la responsabilité soit effective, ce qui suppose des actionnaires actifs et une justice clairvoyante et rapide.

24. Les lois nouvelles, la loi *Sarbanes-Oxley* adoptée aux Etats-Unis en août 2002, la loi française *relative à la sécurité financière* en août 2003, n'ont pas remis en cause le système, elles l'ont repris en renforçant les termes. L'échec du système n'a pour l'instant produit que sa redondance, en accroissant les risques de sanction, les obligations de diligence, les interdictions de cumul de fonctions.

25. Sans doute, le recours à la responsabilité est-il ce qui convient le mieux à un système qui continue de poser le principe de la liberté et de l'autonomie du mandataire, mais tout mécanisme de responsabilité aboutit à une entrée, si ce n'est une intrusion, du juge. Cette évolution fait entrer plus nettement encore le juge dans la société commerciale. Cela n'est pas un mal en soi mais il reste à y préparer et les dirigeants sociaux et les juges. En outre, lorsqu'un mandataire fait courir de grands risques et n'avertit pas les actionnaires de cela, il peut s'agir d'un comportement malicieux, frauduleux, les escrocs ayant la tête suffisamment froide pour que la perspective de responsabilité ne les impressionne guère, mais il peut s'agir aussi d'un comportement d'*hubris*, dans lequel le mandataire estime avoir raison contre le bon sens et voit dans le décalage entre son comportement et les standards ordinaires la preuve de son génie. Il attend les lauriers et non pas la barre du tribunal, ce qui anéantit l'effet incitatif.

26. Quant à la transparence, elle est non seulement un principe de régulation du marché financier, qui se nourrit d'informations, mais encore un principe de gouvernement d'entreprise, puisqu'elle offre aux actionnaires l'information qui lui permettra de participer avec pertinence aux assemblées, de poser des questions, de faire pression sur les dirigeants, voire d'agir contre eux. La transparence est le premier *mantra* du nouveau droit des sociétés, peut-être sa nouvelle illusion comme le fut la conception de la société comme une démocratie.

27. Elle est d'ailleurs liée à elle. En effet, la transparence s'associe dans les textes nouveaux, quelle que soit l'origine géographique de ceux-ci, avec l'idée que cette maison de verre permet à tous les intéressés de participer à un débat, celui de l'assemblée des associés principalement, dans lequel les arguments – et donc les intérêts – des uns et des autres seront pris en compte. De ces perpétuelles discussions, sortirait enfin la bonne décision, c'est-à-dire celle qui met en balance juste les intérêts divergents de chacun. En cela, le dirigeant social est celui qui organise ce débat perpétuel, qui s'assure de la bonne organisation des règles du débat, qui contrôle la loyauté de celui-ci, qui garantit envers tous son bon déroulement. A lire les lois nouvelles, naît un soupçon : à quel moment les dirigeants sociaux décident-ils ? En ont-ils encore le temps ?

28. Les lois qui recherchent les nouveaux modes de gouvernement des entreprises font du chef d'entreprise davantage un Monsieur Loyal que quelqu'un qui décide pour les autres. En cela, nous retrouvons à propos de la société commerciale la grande illusion proposée par Jürgen Habermas pour la société politique, à savoir que de la seule qualité du débat entre porteurs d'intérêts recevables sortira la décision bonne, le dirigeant social la recueillant en toute impartialité comme dans une sorte d'écume heureuse de la confrontation. Mais autant on comprend combien le débat est préalable à la décision, autant la décision est-elle un coup d'arrêt du débat, autre chose que celui-ci, et qui ne peut en naître purement et simplement. A l'oublier, les mandataires sociaux sont de plus en plus mis à distance de leur pouvoir de décider pour autrui. On en a bien compris les bonnes raisons mais à force de rechercher le « bon gouvernement » des entreprises, à force de concentrer tant d'ingéniosité sur ce qui pourrait être le « bon », le droit des sociétés délaisse le fait qu'il faut bien que les sociétés soient gouvernées.