

# Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement

Marie-Anne FRISON-ROCHE  
*Professeur des Universités à Sciences Po*  
*Directeur de la Chaire Régulation*

1. Lorsque Ripert étudiait le rapport entre le droit des sociétés et l'organisation économique du capitalisme, il soulignait les bienfaits de la société anonyme, par le tribut que la loi de la majorité rend à l'efficacité et par l'incitation à investir produite par la limitation de responsabilité des actionnaires à hauteur de leur apport<sup>1</sup>. Il s'agissait de parler à propos du droit, dans une perspective extérieure à celui-ci. Nul n'a jamais ignoré les rapports entre la structure économique de l'entreprise et la société commerciale, de la même façon qu'aucun juriste n'a dénié le rapport entre l'échange marchand et le contrat. Mais précisément, il s'agissait d'un rapport, une façon de parler du droit en se situant en dehors de celui-ci, et non pas d'une intimité ou d'une substituabilité entre le droit et ce qui est attendu de lui. L'économie était vue comme extérieure, le droit se mettait en rapport avec elle, l'économie n'était pas au cœur du droit.

2. C'est pourquoi, alors même que le droit des sociétés avait soin de produire des effets les plus bénéfiques possibles sur l'entreprise, celle-ci demeurait son extérieur. Cela explique la perturbation du droit lorsque la notion économique d'entreprise fût requise non plus pour éclairer ses mécanismes et mieux guider les pas du législateur, mais pour en opérer le forçage, pour se placer en son sein<sup>2</sup>. Certes, cette installation fût moins nette dans le droit des sociétés que dans des branches du droit, telles que le droit des

---

1. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Sirey, 1951.

2. P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 1, *Introduction, l'entreprise, l'entreprise individuelle*, 3<sup>e</sup> éd., coll. « Thémis », PUF, 1999, p. 105 s.

défaillances d'entreprise, le droit du travail ou de la concurrence, parce que le droit des sociétés demeure encore celui des formes, de l'artificiel voulu par le droit. La réalité de l'entreprise s'y insinua pourtant, plus tard et progressivement. La question du naturalisme dans le droit des sociétés était posée.

3. Dominique Schmidt contribua fortement et d'une façon paradoxale à accroître ce nouveau naturalisme du droit des sociétés, en montrant que la véritable nature du droit des sociétés est de proposer des techniques qui ne valent que comme instruments au service d'intérêts légitimes. Cela opère une sorte de retournement de la dispute entre la thèse de la réalité et de la fiction de la personnalité morale. En effet, si l'on s'attache à la réalité de la personne morale, en la rattachant donc à une nature des choses que celle-ci se contente d'exprimer, la société apparaît comme la forme immédiate du groupe, dont le droit déclare l'existence sans l'instituer. La société a son sens en elle-même, sans médiation avec le groupement dont l'existence a suffi à engendrer l'être moral. En cela, la société commerciale est comme la cité politique, qui émane du groupement social<sup>3</sup>. À l'inverse, si l'on penche vers l'idée de l'artificialité de la personne morale, alors la société est une forme qui n'existe que par le bon vouloir du législateur et s'il faut rechercher une nature, celle-ci sera extérieure à la société. Dès lors, la société est la forme créée pour se superposer à une nature au fonctionnement de laquelle elle confère une efficacité accrue. Plus précisément, la société est l'instrument par lequel la structure économique accède à l'efficacité du droit, au commerce juridique qui permet seul l'engagement fiable. Ainsi, et Dominique Schmidt le conçoit bien ainsi, même la thèse de la fiction de la personne morale suppose une nature, c'est-à-dire une situation d'intérêts que, d'une façon cette fois-ci médiante, la personnalité morale va servir. De la même façon que le juge peut être présenté comme la bouche de la loi, c'est-à-dire celui qui n'en dispose pas mais qui la concrétise, la société peut être conçue comme la bouche de l'organisation sous-jacente. La société « réalise »<sup>4</sup> une organisation. Ainsi, paradoxalement, plus l'on adhère à la conception de la personnalité morale comme fiction, et plus on donne une pertinence directe à ce dont la société est l'instrument. Dès l'instant que, comme Dominique Schmidt, on présente la société comme un moyen et plus on met au premier plan la question : « un moyen pour quoi ? un moyen pour qui ? »<sup>5</sup>.

3. Sur la pertinence et les implications d'une société commerciale pensée à partir de la société politique, qui jouerait alors comme référence, attractif ou répulsif, v. M.-A. FRISON-ROCHE, « Droit des sociétés et principe de gouvernement », in *Mélanges G. Horsmans*, Bruylant, 2004.

4. Pour reprendre ici le terme utilisé par Henri Motulsky pour exprimer le passage des prévisions de la loi à la concrétisation des droits grâce au jugement (*Principes d'une réalisation méthodique du droit privé. La théorie des éléments générateurs des droits subjectifs*, Sirey, 1948, tirage Dalloz, 2002).

5. C'est pourquoi Dominique Schmidt pose les problématiques en terme de finalités : « La finalité du pouvoir dans les sociétés cotées », *JCP E*, 1996, *Cahier de l'entreprise* 4/1996.

4. Pour certains auteurs, ce sous-jacent est l'entreprise elle-même<sup>6</sup>, à laquelle l'usage de la personnalité morale permet l'accès au commerce juridique. La personnalité morale est le moyen de la puissance juridique dans l'action mais aussi le moyen tactique d'établir une organisation financièrement performante<sup>7</sup>. Par ce raisonnement, le droit des sociétés devient partie du droit économique. Dominique Schmidt n'a pas rejoint ce courant<sup>8</sup>. Selon ses travaux, la personne morale est plutôt l'instrument de la relation entre d'une part les investisseurs et d'autre part ceux qui ont en charge de faire fructifier la richesse, les mandataires sociaux<sup>9</sup>. Le droit des sociétés ne se dissout donc pas dans une branche du droit plus large. Il n'est pas pour autant autarcique, puisque le droit des sociétés prend son sens dans la relation naturelle sous-jacente entre investisseurs et mandataires. Cette relation est patrimoniale et réciproque : l'actionnaire fournit l'apport tandis que le dirigeant procure la perspective de fruits et d'accroissement de valeur du titre émis en représentation de cet apport. Avec une constance remarquable, à travers sa thèse et dans ces travaux successifs, Dominique Schmidt non seulement a pris comme objet direct d'étude cette relation patrimoniale, mais encore dès le départ l'a présentée comme un rapport de force, d'une part, et comme un rapport déséquilibré, d'autre part. En cela, tous ses travaux appellent un droit apte à rééquilibrer ce rapport, ce qui présuppose la conscience chez le législateur et le juge de cet état de fait, puis la volonté d'interférer.

5. Cette conception fait jouer au droit des sociétés une fonction de régulation, si l'on prend le sens large de celle-ci, comme ce qui reconstruit une relation selon des modalités et des principes qui permettent de compenser un déséquilibre naturel, rééquilibrage opéré en permanence<sup>10</sup>. Même si l'on prend la régulation au sens strict, à savoir l'appareillage qui constitue des marchés sur

6. V. not. J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, Sirey, 1967. Pour une appréciation plus réservée, v. B. MERCADAL, « La notion d'entreprise », in *Les activités et les biens de l'entreprise, Mélanges J. Derruppé*, Joly/Litec, 1991, p. 9-16.

7. Cl. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, coll. « Bibliothèque de droit commercial », Sirey, 1962.

8. Pour la critique qu'il en fait, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, coll. « Pratique des affaires », Joly éd., 2<sup>e</sup> éd., 2004, n° 11, p. 12 s.

9. *Ibidem*, n° 15, p. 24 : « ...la personne morale est un procédé technique, ce qui signifie que, gouvernée par les actionnaires et les dirigeants sociaux, elle est à leur service ».

10. Sur ces caractéristiques générales de la régulation, v. par ex. « Tutelles et régulations comparées », in *Services publics comparés en Europe : exception française, exigence européenne*, travaux de la promotion Marc Bloch, ENA, t. 2, p. 486-561, doc. Franç., 1997, p. 535. Plus particulièrement, sur la nécessité d'un droit des sociétés visant à rééquilibrer en permanence les rapports entre les mandataires puissants et les associés ne disposant que de pouvoirs résiduels ; M.-A. Frison-Roche, « La loi sur les Nouvelles régulations économiques », *D.* 2001, chron., p. 1930-1933 ; D. Schmidt, « Le droit des sociétés a-t-il été intégré par la loi NRE dans la logique de la régulation ? », in *Droit de la régulation : questions d'actualité*, n° spéc. *LPA*, 3 juin 2002, p. 26-28.

un équilibre entre plusieurs principes hétérogènes <sup>11</sup>, ici la régulation du marché des instruments financiers, celle-ci pose une marque de plus en plus forte dans le droit des sociétés.

## I – LE DROIT DES SOCIÉTÉS RENOUVELÉ PAR LA PERSPECTIVE LARGE DE RÉGULATION, À TRAVERS LE SOUCI DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

6. Le droit des sociétés a été conçu comme un système établissant des procédures pour que les décisions soient prises de la façon la plus prévisible, la plus sûre et la plus simple possible, puisque des organes doivent mimer ceux par lesquels les êtres humains expriment leur volonté. La question des intérêts n'avait pas été directement traitée par le droit, à l'exception certes notable des conventions réglementées, sans doute parce que traditionnellement l'on estime que les intérêts de chacun étaient servis par la nature des choses, notamment par la liberté et le pouvoir de vote. Aujourd'hui, le souci des intérêts est au cœur du système, parce que les intérêts sont divergents et parce que les personnes n'ont pas toujours les moyens suffisants pour les faire valoir efficacement.

7. Le droit des sociétés traditionnel est une horlogerie, en cela analogue à celle du procès, ensemble articulé d'organes, de compétences, de formules, de délais, de publicités, de conservation des actes. Un droit de formes. Pourtant, de la même façon que les auteurs classiques ne méconnaissaient pas l'existence des entreprises sous-jacentes aux personnes morales <sup>12</sup>, l'existence des intérêts concrets des parties en cause n'a pas été sous-estimée. Ils étaient simplement peu explicités, comme si l'on estimait la difficulté résolue par avance. En effet, la conception traditionnelle du droit des sociétés, que Dominique Schmidt pourfendra <sup>13</sup>, repose sur l'idée d'une part d'un intérêt commun entre les actionnaires, ce qui dispense de défendre les uns contre les autres, et sur l'idée d'autre part que la divergence d'intérêts entre les actionnaires et les mandataires sociaux tourne systématiquement au bénéfice des actionnaires, grâce à l'arme politique de la révocation.

8. Commençons par l'analyse des intérêts des associés entre eux. Lorsque Dominique Schmidt évoque « l'intérêt commun » <sup>14</sup>, il ne le pose pas comme allant de soi, c'est-à-dire fourni par la nature des choses, mais bien comme un but dont le droit est le gardien et qui ne peut être atteint sans l'intervention de règles qui construisent et veillent sur cet intérêt commun en permanence maintenu. Certes, la lettre de l'article 1832 du Code civil définit expressément

---

11. M.-A. Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *D.*, 2004, chron., p. 126-129.

12. V. *supra*, n<sup>os</sup> 1 s.

13. V. not. *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, préc.

14. V., par ex., Rapport de synthèse, in *Actionnaires et dirigeants : où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées ?*, *Cahier de droit de l'entreprise*, 4/1996, p. 25-27.

la société comme un contrat ayant pour objet de créer une « entreprise commune » et l'article 1833 précise que « *la société doit... être constituée dans l'intérêt commun des associés* ». Ce texte, Dominique Schmidt le met au fronton de son ouvrage sur *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*. Mais la différence entre la lecture ordinaire de ces articles matrice du droit des sociétés et celle menée par Dominique Schmidt tient dans le fait qu'ordinairement, ces articles 1832 et 1833 sont présentés comme descriptifs, alors que Dominique Schmidt les veut normatifs. Si l'on admet avec lui que l'article 1833 est politique, parce qu'il ambitionne un intérêt commun, alors il faudra un droit qui fournisse les moyens de cette politique, droit moins précis mais plus complexe que les rouages mécaniques et formels précités.

9. Lorsque l'article 1832 pose que la société repose sur une entreprise commune, le texte semble rappeler une évidence. C'est la simplicité du raisonnement qui permet à l'affirmation d'accéder à ce statut logique. En effet, à l'inverse des contrats ordinaires, dans lesquels deux intérêts contraires s'ajustent au mieux mais dans lesquels ce que gagne l'un, l'autre le perd, le principe de partage des pertes et des bénéfices associé à l'interdiction des clauses léonines fait que lorsque l'un gagne tous gagnent, lorsque l'un perd tous perdent. Dès lors, aucune règle supplémentaire ne serait requise pour protéger des associés contre d'autres, puisque la recherche de son intérêt par l'un est mécaniquement concordant avec l'intérêt de tous les autres.

10. Ce raisonnement constitue un mantra du droit des sociétés. S'il s'avère exact, alors il n'est en rien nécessaire de protéger des actionnaires contre d'autres, de les tenir à distance les uns des autres, de réguler leurs rapports, puisqu'il n'est pas même besoin de recourir à l'hypothèse de l'altruisme et du souci d'autrui pour que l'intérêt de tous soit servi. Ainsi, la notion de loyauté n'est pas requise, car celle-ci suppose la divergence d'intérêts d'une part, et la puissance de fait de ne pas servir l'intérêt d'autrui d'autre part. La loyauté permet de retenir la force qui permettrait à une personne de ne plus servir un intérêt autre que le sien. Le fait même que le principe de loyauté progresse non seulement en droit des contrats – la divergence des intérêts entre les parties ayant toujours requis la référence à la bonne foi dans l'exécution des obligations –, mais également en droit des sociétés, comme le montre le rappel insistant du caractère fiduciaire de la relation entre les actionnaires et les mandataires<sup>15</sup>, voire l'émergence de la catégorie même de « contrat fiduciaire »<sup>16</sup>, sont les signes d'une remise en cause implicite mais nécessaire du postulat classique. Il n'y a loyauté que là où il y a divergence d'intérêts et que là où celui qui doit servir a les moyens de ne pas le faire pleinement.

15. On verse alors davantage dans une problématique de devoirs que dans une perspective d'obligations. V. E. SCHOLASTIQUE, *Le devoir de diligence des administrateurs de sociétés. Droits français et anglais*, coll. « Bibliothèque de droit privé », t. 302, LGDJ, 1998.

16. S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, coll. « Droit et Économie », LGDJ, à paraître.

11. Si Dominique Schmidt attache paradoxalement plus d'importance que tous les autres à l'article 1832 du Code civil, c'est qu'il y voit non pas un effet de nature mais au contraire ce dont le droit est chargé d'établir par sa puissance normative : une seconde nature. En effet, il est faux d'affirmer cette unicité d'intérêts entre les associés. Il n'y a pas d'unicité naturelle parce que d'une part le partage du surcroît de richesse que produit l'activité de la société ne se limite pas aux seuls bénéfices distribuables et parce que d'autre part certains associés ont les moyens juridiques d'obtenir une distribution en leur faveur. Cela n'est pas même un abus du système, c'est le système même : certains actionnaires disposent d'un droit de vote efficace, quand celui-ci correspond à la plus forte quotité du capital social, tandis que d'autres ne disposent que d'un droit de vote inefficace, il suffit qu'ils soient minoritaires. Comme le souligne Dominique Schmidt, la régulation pourrait être le moyen d'adoucir la brutalité de cette loi de la majorité <sup>17</sup>, loi efficace et sauvage. Pourtant, par une sorte de mouvement d'humeur, parce que le législateur ne le suit pas lorsqu'il considère que le juge, régulateur des conflits d'intérêts, devrait être guidé par l'objectif de la défense des associés, notre auteur considère que la loi NRE a manqué l'occasion d'intégrer véritablement le droit des sociétés dans le droit de la régulation <sup>18</sup>. Soyons moins sévère.

12. Plus encore, la puissance du vote permet aux actionnaires de contrôle d'accéder aux mandats sociaux. Ainsi, ils disposent du pouvoir de s'attribuer des avantages, notamment en matière de rémunération ou de train de vie institutionnelle, et les actionnaires minoritaires n'en peuvent plus. En agissant ainsi, l'actionnaire de contrôle diminue certes le montant des dividendes qu'il recevra lui-même, mais en contrepartie d'avantages directs et qu'il ne partage en rien avec l'actionnaire minoritaire. Puisque les actionnaires n'ont pas par nature un intérêt commun, celui-ci est toujours à protéger, voire à construire. Reprenons les propos, toujours si habiles parce que si simples, de Dominique Schmidt : « Toute société est fondamentalement une structure de partage du pouvoir et du profit : partage du pouvoir entre dirigeants et actionnaires, ainsi qu'entre actionnaires eux-mêmes ; partage du profit entre ces derniers. Cette structure tire sa force de l'intérêt commun de ses membres et sa faiblesse des conflits d'intérêts » <sup>19</sup>.

13. Ainsi, la société est construite non sur le *fait* d'un intérêt commun mais sur l'*ambition* d'un intérêt commun, ambition que le droit doit concrétiser à partir d'une relation naturelle qui est l'inverse, à savoir le conflit d'intérêts entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires. En cela, le contrat de société redevient un contrat ordinaire, c'est-à-dire basé sur l'équilibre entre les

---

17. « Le droit des sociétés a-t-il été intégré par la loi NRE dans la logique de la régulation ? », préc., p. 26.

18. *Ibidem*.

19. *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, préc., n° 17, p. 27.

intérêts divergents des diverses parties. Certes, il n'y a toujours pas échange<sup>20</sup> mais il y a bien divergence de position. En outre, le contrat de société engendre une institution qui fonctionne à partir de ses organes et dont la vie continue d'être insufflée par le pacte initial. Par cette voie, la divergence de départ va se déployer dans le fonctionnement même de la société<sup>21</sup>.

14. En effet, la loi de la majorité offre l'intérêt de l'un au pouvoir de l'autre, alors que ces intérêts sont contraires l'un à l'autre. Le droit traditionnel des sociétés, parce qu'il repose encore sur l'illusion naturaliste d'un intérêt commun, ne s'en soucie pas beaucoup. La relation naturelle entre actionnaires est pourtant celle d'un conflit d'intérêts. La relation sous-jacente entre actionnaires et mandataires sociaux est du même ordre. Ce que la fameuse théorie de l'agence, traduction littérale de la *Agency Theory* pour laquelle la formule « théorie du mandat » serait plus appropriée, met en valeur une réalité que le droit classique avait déjà perçu : les dirigeants sociaux ne poursuivent pas toujours les mêmes buts que les actionnaires, alors même qu'ils ne tiennent leur pouvoir que de ceux-ci et qu'ils ont pour mandat de servir leurs intérêts<sup>22</sup>.

15. À cela, le droit traditionnel apporte deux solutions, l'une tautologique mais inexacte, l'autre bien conçue mais inefficace. La première solution consiste à faire emploi de nouveau de cette unicité d'intérêts entre actionnaires. En effet, il suffit que ce soient les actionnaires qui dirigent la société, et spécifiquement ceux qui risquent le plus, à savoir les actionnaires détenant la plus forte quotité du capital social, pour que le souci de leurs propres intérêts préserve les associés passifs de prise de risque inconsidérée et les incite à rechercher ce profit maximal qu'ils partageront ensuite mécaniquement avec ceux qui n'exercent pas le pouvoir. Ainsi, l'impossibilité de dissocier durablement droit patrimonial et droit politique, l'obligation d'être actionnaire pour accéder aux organes de gestion de la société anonyme, relèvent non pas tant de l'idée que les associés seraient propriétaires de l'entreprise mais d'une saine conception de l'exercice du pouvoir.

16. Celle-ci a pu être pertinente, notamment dans le capitalisme antérieur à l'explosion des marchés financiers et cela le demeurerait si la concentration continuait de caractériser la structure du capital. Mais la gestion financière a remplacé la gestion patrimoniale. L'éparpillement des titres sociétaires, le jeu sans limite des pactes extra-statutaires, les prouesses de l'usage de la person-

20. P. DIDIER, « Brèves notes sur le contrat-organisation », in *L'avenir du droit, Mélanges F. Terré*, Dalloz/PUF/Juris-classeurs, 1999, p. 635-642

21. P. Didier, « Le contrat sans l'échange », in *L'échange des consentements*, n° spéc. *RJ com.*, 1995. V. aussi R. LIBCHABER, « La société, contrat spécial », in *Prospectives du droit économique, Mélanges M. Jeantis*, Dalloz, 1999, p. 281-289.

22. Sur cette théorie de l'agence, v. not. A. Couret, « Le gouvernement d'entreprise, la corporate governance », *D.*, 1995, chron., p. 163 s. ; P. DIDIER, « Théorie économique et droit des sociétés » in *Droit et vie des affaires, Mélanges Alain Sayag*, Litec, 1997, p. 227-241 ; J.-P. PONSARD (dir.), *La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ?*, Documentation française, 2002.

nalité morale dans des arabesques dont l'organigramme de certains groupes sont de superbes exemples, a permis à des personnes d'exercer le pouvoir de décision en courant un risque patrimonial négligeable. Dès lors, le dirigeant n'est plus que par exception ou coïncidence un actionnaire « significatif » ou « de référence » : le risque attaché à ses décisions est supporté par d'autres, à savoir la multitude des investisseurs. La dissociation du pouvoir et du risque <sup>23</sup>, accrue par des procédés dont le caractère incitatif s'est retourné, telles les stock options, d'une part, le différé dans le temps de l'explosion des risques pour les investisseurs comparé aux avantages immédiatement perçus par les dirigeants sociaux, d'autre part, ont mis sur le devant de la scène le conflit d'intérêts entre actionnaires et mandataires.

17. Certes, le droit traditionnel avait établi une solution radicale, presque miracle : la révocation. Ainsi, le conflit d'intérêts se dénouait aussi tôt que surgi, par la révocation des mandataires. Offrir à l'un le pouvoir quotidien du mandat social et à l'autre le pouvoir exceptionnel de supprimer le premier créait un équilibre. Livrer le dirigeant au pouvoir discrétionnaire de l'actionnaire sur lequel il exerce d'ordinaire son pouvoir, c'est inciter celui qui ne dirige que d'une façon toujours précaire à exercer avec mesure son pouvoir. Mais ce mécanisme ne joue pas son rôle, pour deux raisons. Si l'actionnaire de contrôle est le mandataire social, ce qui est logiquement requis pour que celui qui dirige encourt le risque patrimonial le plus important <sup>24</sup>, alors les voix manquent pour que la révocation s'opère. Admettons même que le dirigeant soit minoritaire et que les actionnaires, notamment par l'action conjointe, disposent du pouvoir effectif de le révoquer, encore faut-il qu'ils sachent ce à propos de quoi il conviendrait de le faire. En effet, ce n'est pas parce que le droit ne demande pas de compte sur les raisons pour lesquelles la révocation est décidée que celle-ci n'a pas de cause et n'est pas la conséquence d'une situation ou de l'observation d'un comportement. La révocation *ad nutum* a toujours des raisons. Or, le mandataire est titulaire de l'information qui pourrait déplaire aux actionnaires et on ne peut présumer qu'il la communiquerait volontiers, même sur l'ordre de la loi, instrument trop général en la matière.

18. Le thème de l'asymétrie d'information est en cela commun aux marchés et aux sociétés <sup>25</sup>. L'asymétrie d'information a engendré de nouvelles théories économiques <sup>26</sup> mais les théories politiques les plus classiques avaient déjà souligné que le savoir non partagé est la source du pouvoir. L'analogie est si forte entre le gouvernement d'une entreprise et le gouvernement d'une cité que le droit des sociétés apprend ici tout autant de la philosophie politique que de

23. Pour une large analyse, v. S. SCHILLER, *Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés*, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 378, LGDJ, 2002.

24. V. *supra* n° 15.

25. P. DIDIER, « Théorie économique et droit des sociétés », préc.

26. V. not. G. BAMBEY, K. SPREMANN, *Agency Theorie, information and incentives*, 1987. V. aussi DOBSON (dir.), *applied Agency Theorie*, 1993.



l'économie. Cette évolution a conduit à mettre le droit des sociétés sens dessus dessous : née de l'idée d'une unicité naturelle d'intérêts des actionnaires entre eux et des actionnaires avec les mandataires, il se reconstruit aujourd'hui autour de relations de force à réguler.

19. Reprenons le sens large de la régulation, à savoir l'organisation des relations entre personnes d'inégales forces, de sorte que, lestés par le droit, ces rapports peuvent se redéployer dans une conception plus juste. Ce sens traditionnel de la régulation<sup>27</sup> est d'autant plus légitime ici qu'il a été repris par le législateur dans son désir d'installer de « Nouvelles Régulations Économiques », la loi ayant identifié des relations de forces inégales, sur les marchés et dans les entreprises, et cherchant à y mettre de l'équilibre<sup>28</sup>. Il s'agit bien de régulation, au sens classique d'organisation des rapports entre des pouvoirs sans que l'on puisse supprimer la cause d'inégalité entre les parties prenantes. En effet, si l'on devait supprimer la cause du rapport de force entre les actionnaires, il faudrait revenir à la règle de l'unanimité, ce que l'efficacité du système exclut. Demeure donc la situation dans laquelle une catégorie d'actionnaires dispose d'un pouvoir de vote efficace et l'autre non, dans laquelle les mandataires ont l'autonomie pour ne pas servir les intérêts pour lesquels pouvoir leur a été donné, et pour laquelle il faut néanmoins qu'un équilibre s'établisse. Pourtant, il n'existe d'équilibre que, non seulement entre des intérêts et des positions, mais encore au regard d'un but ou d'une valeur.

20. Or, ce but, par nature politique, peut varier. Ainsi, Dominique Schmidt le voit dans le service contraint des intérêts des actionnaires, y compris de ceux qui n'ont pas le pouvoir de le satisfaire directement parce qu'ils ne cumulent pas la qualité de dirigeant social. On peut aussi considérer que la société est la forme juridique non pas seulement de la relation patrimoniale d'investissement mais, dans une conception moins capitaliste du droit des sociétés, de l'entreprise elle-même<sup>29</sup>, ce qui engendre un but politique plus complexe, à savoir non seulement le maintien dans l'art de diriger du souci des investisseurs mais encore de celui des travailleurs – salariés mais aussi sous-traitants, voire les personnes qui travaillent dans les entreprises dépendantes –, dans un équilibre entre les deux types d'intérêts. Si l'on fixe ce but politique là, le droit peut alors évoluer par exemple en conférant des droits quasi-sociétaires à des salariés<sup>30</sup> ou en incitant les salariés à accéder en outre à la qualité d'actionnaires.

---

27. « Tutelles et régulations comparées », in *Services publics comparés en Europe : exception française, exigence européenne*, préc.

28. M.-A. Frison-Roche, « La loi sur les Nouvelles Régulations Économiques », préc.

29. V. *supra* n° 4.

30. Notamment lorsque le contrôle est modifié, par exemple lors d'une offre publique. Ce souci est patent dans la loi NRE. V. antérieurement, Ph. Lafarge, « Prise de contrôle et intérêt des salariés », in D. Schmidt (dir.), *La prise de contrôle*, n° spécial de la *Revue de Jurisprudence Commerciale*, 1998. Sur la question de savoir si la forme sociétaire Société Européenne, qui intègre ce souci doit être une forme particulière, donc circonscrite, ou doit être une forme avancée de l'ensemble du droit des sociétés, v. *La Société Européenne*, n° spéc. *LPA*, mai 2004. Sur

21. On peut encore avoir d'autres conceptions du but politique de la société, notamment en passant de l'analogie entre espace politique et espace marchand, à la fusion véritable de ces espaces. Elle s'opèrera par l'idée que les sociétés commerciales ont un rôle à jouer dans l'espace public politique et dans le développement de celui-ci, rôle en matière d'éducation, rôle en matière de lutte contre les discriminations, rôle en matière de défense de l'environnement, etc. Le droit des sociétés se charge alors de nouvelles obligations, les sociétés devaient informer sur les efforts menés dans ses divers projets, par exemple l'équilibre entre les hommes et les femmes, favorisé de la même façon que dans le monde proprement politique<sup>31</sup>.

22. La question n'est pas ici celle de la diversité des buts affectés au fonctionnement de l'entreprise et à l'aune desquels on apprécie les décisions adoptées, l'essentiel est de souligner que ce faisant le droit des sociétés est devenu politique et qu'en conséquence on ne le conçoit plus comme un ensemble de formes sûres et simples, mais comme un ensemble de règles et de décisions visant à obtenir la satisfaction d'intérêts, dont la détermination est une question autre et entière, intérêts que la nature des choses ne sert pas. Tout cela sans renoncer à la loi de la majorité...

23. Cela suppose qu'on revienne à ce qui confère le pouvoir. Certes, les mandataires sociaux ont le pouvoir parce qu'ils expriment la volonté de la société et l'engagent. Mais dans une conception moins juridique, le pouvoir est donné par la détention de l'information. Tout y concourt, le fait que nous soyons dans une économie du savoir et de l'information, le fait que le droit concrétise de plus en plus la valeur de l'information notamment par le biais de la propriété intellectuelle. Or, les mandataires sociaux disposent de l'information et en premier lieu de l'information sur leur propre comportement, en soi et au regard des fins qu'ils poursuivent. Cela les rend maîtres du jeu. Le rééquilibrage va prendre une forme *a priori*, par la transparence, et une forme *a posteriori*, par la responsabilité.

24. La responsabilité des mandataires n'est pas nouvelle en soi, conséquence naturelle de l'autonomie dans l'exercice du pouvoir dans l'intérêt d'autrui. Le mouvement se caractérise plutôt par une volonté d'une plus grande effectivité, ce qui justifie la distribution de droits d'action en justice à des personnes dont les intérêts, doivent être protégés, ou qui sont désignés par le législateur comme agent de la légalité. Le mouvement exprime non seulement le souci de ces intérêts mais encore l'idée que la perspective de responsabilité incite le dirigeant social à la prudence. Ainsi, l'*a posteriori* devient de l'*a priori* grâce aux calculs d'anticipation des mandataires sociaux. Plus encore, pour agir

---

l'articulation entre branches du droit que cela engendre, v. A. SUPPIOT (dir.), *Regards croisés sur le social*, Semaine sociale Lamy, suppl. n° 1095, oct. 2002.

31. Sur le mouvement sociologique que cela traduit, voir sur cette question plus particulièrement de la promotion des femmes au sein et par les sociétés commerciales, v. *Le droit au féminin*, *L'Année sociologique*, vol. 53, 2004/1.

et demander des comptes, encore faut-il avoir les informations, les doutes et les soupçons étant une variété d'information, ce qui renvoie *l'a posteriori* de la déclaration de responsabilité vers *l'a priori* de l'information et de la transparence. La pratique du droit des sociétés met en ronde les deux moments du temps.

25. Certes le droit classique confère aux associés des droits à l'information, concrétisés par les assemblées elles-mêmes, mais aussi par les documents communiqués ou disponibles préalablement, par le droit de poser des questions. Mais il en est de l'information comme du droit ou de l'accès : il faut avoir accès à l'accès, droit au droit, et être informé de ce sur quoi il faut être informé<sup>32</sup>. Or, sur quoi poser des questions ? Où chercher le début d'information pour avoir le désir d'en savoir davantage ?

26. Pour résoudre cette difficulté première de l'asymétrie d'information, le droit des sociétés, notamment par la loi NRE, utilise un instrument clé de la régulation : la transparence. La transparence se distingue de l'information en ce qu'il n'est pas besoin de demander pour savoir. Ainsi la transparence peut consister dans l'obligation des mandataires d'informer spontanément ou, plus radicalement et suivant le modèle de la maison de verre, laisser à voir en permanence les richesses, les décisions, les processus de décision, les raisons des décisions, etc. La transparence devient la modalité grâce à laquelle la liberté de décider peut demeurer, la régulation permettant au libéralisme de perdurer. Ainsi, le refus justifié de réglementer le montant des rémunérations des dirigeants n'exclut pas la nécessité d'une plus grande transparence dans les avantages attribués<sup>33</sup>.

27. Plus encore, la régulation des rapports de force peut prendre la forme d'une nouvelle exigence, qui n'est naturelle qu'en apparence : la compréhensibilité de l'information. En effet, dans une régression pragmatique, il n'est utile de disposer de l'information, au besoin sans avoir à la demander, que pour en disposer, c'est-à-dire y attacher des conséquences, par exemple la décision d'agir en justice contre le mandataire, ou le refus d'une augmentation de capital, ou l'inscription de nouvelles résolutions à l'ordre du jour. Mais disposer de l'information signifie la comprendre. Voilà le grand enjeu de la nouvelle régulation des rapports de pouvoir dans les sociétés : non pas l'information, mais la maîtrise de celle-ci, c'est-à-dire sa compréhension.

28. Or, comme cela a souvent été souligné au passif du principe de transparence, plus on a d'information et plus on risque d'en perdre la maîtrise, de ne plus distinguer entre leur diverse pertinence, de ne plus arriver à les corréler. L'excès d'information est ce qui prive les personnes de leur pouvoir d'agir. Nous ne reviendrons pas au temps où l'information sur les entreprises et les

---

32. Sur cette question, v. dans une perspective plus large *Le droit d'accès à l'information, ou le nouvel équilibre de la propriété*, in *Mélanges Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 759-770.

33. P. Clément, « Gouvernement d'entreprise : liberté, transparence, responsabilité. De l'autorégulation à la loi », rapport d'information n° 1270, A.N., décembre 2003.

marchés était simple, car cette simplicité tenait non seulement au fait que les entreprises étaient relativement petites et centrées sur peu d'activités, mais encore parce qu'elles n'avaient pas d'activités proprement financières, ce qui n'intégrait pas en leur sein les marchés financiers, et enfin parce que ceux-ci étaient tout à la fois relativement connectés à l'économie dite réelle et indépendants. Désormais l'interdépendance des marchés, la financiarisation de l'économie, la complexité des structures sociétaires, excluent ce retour à cette simplicité, par laquelle il suffit de donner l'information pour faire comprendre.

29. Par ces mouvements conjugués, le droit des sociétés devient principalement la régulation de l'information, pour obtenir qu'une compréhension en résulte. À ce titre, non seulement les normes comptables deviennent plus importantes que les normes de fonctionnement sociétaires, mais on observe également un déplacement quant aux organes clés pour une bonne régulation sociétaire. En effet, les personnes principales ne sont plus tant celles qui prennent les décisions ou les reçoivent, ni même celles qui fournissent l'information, mais celles qui rendent compréhensibles et qui valident l'information, commissaires aux comptes, analystes financiers ou autorités de marché. L'importance de celles-ci est un signe que la régulation au sens strict, c'est-à-dire la régulation de marché, entre dans le droit des sociétés.

## II – LE DROIT DES SOCIÉTÉS INFILTRÉ PAR LA RÉGULATION AU SENS STRICT, À TRAVERS L'AMBITION DE GOUVERNANCE

30. Les réflexions et les nouvelles règles du droit des sociétés viennent principalement des structures ou des organismes propres aux marchés financiers. Pourtant, en premier lieu la régulation du marché financier paraît étrangère au droit des sociétés, à tout le moins distincte, de sorte que, selon Dominique Schmidt notamment, confondre ou mêler excessivement les deux ne pourrait que détériorer le droit des sociétés<sup>34</sup>. En second lieu et plus encore, toutes les sociétés ne sont pas cotées alors que l'impératif d'équilibre des pouvoirs est commun à toutes. Mais la distinction entre la régulation – pour les marchés – et la gouvernance – pour les sociétés – est en train de se dissoudre. C'est une évolution récente et essentielle. En outre, de fait, ce sont les marchés financiers qui pour l'instant portent les réflexions sur le fonctionnement des sociétés, de sorte que la société cotée est en train de devenir paradoxalement le modèle ordinaire de la société. Ce que l'on dit pour la société cotée vaut désormais pour toutes.

---

34. Comme le souligne Dominique Schmidt, la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 n'a pas pour objet le droit des sociétés, ce qui le conduit à montrer qu'elle lui fait plus de mal que de bien, notamment en accroissant l'insécurité juridique (*Les lois du 1<sup>er</sup> août 2003 et le droit des sociétés*, Recueil Dalloz, Point de vue, 2003, p. 2618-2619).

31. Pourtant, à première vue, les sociétés recherchent sur les marchés financiers des financements. En cela, le marché serait extérieur à la société, comme l'est la banque dispensatrice de crédit. De la même façon, le marché est un lieu où s'échangent des biens et si l'on doit rapprocher le droit financier à une branche traditionnelle du droit, cela devrait être le droit des biens<sup>35</sup>. Pour prendre un exemple, le droit des offres publiques relève pleinement de la régulation du marché boursier parce qu'il s'agit d'opérations sur les titres. Ainsi, dans une première perspective, non seulement le fonctionnement interne des sociétés serait distinct de la régulation de marché, mais plus encore le marché financier lui-même confirme l'assertion puisque, la valeur des titres étant liée à celles des actifs, le mécanisme de la cotation a rendu indifférentes les sociétés en tant que personnes morales et donné pertinence à des masses de biens mises à disposition d'activités<sup>36</sup>, ce à quoi renvoie la notion de groupe à laquelle le droit continue à ne pas attacher la personnalité morale.

32. La disparition de la distinction entre régulation des marchés financiers et *gouvernance* des sociétés est pourtant en marche. Non pas seulement parce que le marché financier met le pouvoir à portée de celui qui y met le prix d'une offre publique, mais parce que le marché financier tient son efficience de sa capacité à obtenir, à éprouver et à analyser les informations sur les entreprises, afin de déterminer la juste valeur des titres. Les sociétés sont elles-mêmes la source des informations que le marché traite. Certes, à ce stade, il était encore aisé de distinguer le fonctionnement interne de la société, c'est-à-dire les processus de prise de décision, et le fonctionnement externe, c'est-à-dire les informations fournies au marché.

33. Cependant, l'investisseur et l'actionnaire sont souvent deux façons d'appeler un même personnage : l'information donnée à l'actionnaire, dans une perspective interne, est identique à celle fournie à l'investisseur, dans une perspective externe. Certes, classiquement, l'actionnaire fait un usage politique de l'information, puisqu'il participe à l'aventure commune sociétaire, tandis que l'investisseur fait un usage patrimonial de l'information, puisqu'il évalue la perspective de rendement de l'apport. Mais la distinction traditionnelle entre le politique et le patrimonial est désormais douteuse. Dans un sens, du patrimonial au politique, le seul droit politique effectif pour un actionnaire minoritaire est de réagir à une gestion qui lui déplaît en quittant la société, par la cession de son titre, c'est-à-dire par l'exercice d'un droit patrimonial. Dans l'autre sens, du politique au patrimonial, l'évaluation du rendement d'un titre consiste à anticiper l'évolution de la société, c'est-à-dire à se glisser dans les décisions politiques qui engagent l'avenir de celle-ci.

---

35. M. Jeantin, « Le droit financier des biens », in *Prospectives du droit économique, Mélanges Michel Jeantin*, préc., p. 3-10.

36. V. sur ce point l'analyse très pertinente de Gérard Farjat, « Entre les personnes et les choses, les centres d'intérêts », *RTD civ.*, 2002, p. 221 s.

34. Plus encore, le marché doit disposer d'informations fiables, dont la source première sont les dirigeants sociaux. De ce fait, la régulation des marchés financiers doit avoir prise directe sur la façon même dont les organes sociétaires fonctionnent, l'assurance que les dirigeants sociaux ne cèdent pas à la tentation de conserver pour eux de l'information, pour en tirer profit personnel, ou pour dissimuler un conflit d'intérêts, ou une mauvaise résolution de celui-ci. La sécurité et la transparence du marché financier, objectif, donc objet, de la loi du 2 août 1989, dépendent ainsi de la bonne organisation de la façon dont les décisions sociétaires sont prises. Dès lors, alors que le fonctionnement interne de la société était indifférent, il devient essentiel car il donne la mesure de la confiance que l'on peut faire aux dirigeants sociaux. La société est désormais poreuse au marché financier. Cela signifie que si l'on veut politiquement construire un marché financier efficace et unifié, comme on l'ambitionne aujourd'hui à l'échelle européenne, l'urgence n'est pas tant de concevoir une autorité de régulation unique, mais d'obtenir des règles cohérentes et efficaces de fonctionnement des sociétés cotées. C'est pourquoi, alors que l'idée d'un régulateur commun n'avance guère<sup>37</sup>, la Direction Générale du Marché Intérieur de la Commission Européenne a lancé le 21 mai 2003 un « plan » d'action pour la modernisation du droit des sociétés et l'amélioration du gouvernement des sociétés.

35. La loi du 1<sup>er</sup> août 2003 a pris acte de cette porosité entre la régulation des marchés financiers et le bon équilibre des rapports de pouvoirs, c'est-à-dire d'information, entre actionnaires et dirigeants sociaux, la confiance des investisseurs dans le système sociétaire étant le lien entre les deux. Pour que le marché financier fonctionne sur des informations fiables, pour que les investisseurs aient confiance, il faut que la société fonctionne correctement. Dès lors, la régulation du marché financier, tendant vers sa sécurité, et la gouvernance de la personne morale et du groupe, tendant vers le service de l'intérêt des actionnaires, convergent. Lorsque la société est cotée, régulation et gouvernance font cause commune. C'est pourquoi l'autorité de marché en charge de la régulation adopte des textes sur la gouvernance.

36. Dans ces conditions, l'essentiel devient l'organisation même de cette porosité, c'est-à-dire le passage de l'information entre sa source – les mandataires sociaux – et son destinataire – le marché financier –. Pour cela, le marché a besoin de comprendre les informations et de s'y fier. Lorsque la COB sanctionna pour diffusion de fausses nouvelles au marché des commissaires aux comptes ayant certifié des documents inexacts, raisonnement approuvé par la Cour d'appel de Paris dans son arrêt du 7 mars 2000<sup>38</sup>, l'autorité de marché renvoie le commissaire aux comptes vers l'intérêt du service duquel il est : le

---

37. M.-A. FRISON-ROCHE, « Les contours de l'Autorité des marchés financiers », in H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE (dir.), *Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF*, vol. IV, *Revue Banque éditions* 2004, p. 165-180.

38. Paris, 1<sup>re</sup> ch., *H., X., RJDA*, 2000.

bon fonctionnement du marché. Plus encore, lorsque la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 établit des liens forts entre l'Autorité des Marchés Financiers et le Haut Conseil du Commissariat aux Comptes, elle institutionnalise cette porosité entre fonctionnement interne et fonctionnement externe, entre régulation et gouvernance.

37. Si la régulation du marché est en charge de la confiance des investisseurs, alors elle doit veiller à la fiabilité des informations. Pour cela, en premier lieu, le marché fonctionne sur l'intermédiation financière, exercée principalement par les banques, aptes à éprouver les informations. Pour cela, en second lieu, les établissements ont eu recours à des spécialistes, les analystes financiers. Mais cette présentation d'un double enchâssement, les analystes financiers dans les banques, puis les banques dans le marché, n'est pas exacte. En réalité, le marché est rapidement devenu le destinataire des analystes financiers. Le marché les a institués eux-mêmes intermédiaires, créant ainsi une nouvelle sorte d'intermédiation, l'intermédiation de fiabilité de l'information, que l'on pourrait désigner comme « l'intermédiation de confiance ».

38. Si on suit ainsi l'évolution, alors les commissaires aux comptes, les analystes financiers et les agences de notations, si différents soient-ils statutairement, devraient être soumis aux mêmes obligations, parce qu'ils assurent tous trois cette nouvelle fonction d'intermédiation de confiance, dont le marché a désormais dramatiquement besoin. En effet, lorsque l'information était relativement simple et donc compréhensible, elle pouvait être éprouvée par chacun. Aujourd'hui, par une sorte d'archaïsation étonnante, le marché ne cherche plus à traiter directement l'information mais à trouver des personnes auxquelles confiance serait faite, de sorte qu'on puisse se fier à leur appréciation<sup>39</sup>. Certes, ce crédit peut venir de la compétence de celles-ci, selon la théorie du mimétisme cognitif, incitant à faire la même chose que celui qui sait. Mais la régression continue puisque cette vérification de compétence n'est plus guère opérée, apparaissant comme un détour dont le marché n'a plus le temps, la confiance portant alors directement sur le seul statut des personnes en cause. Celui qui est « intermédiaire de confiance » est cru sur parole.

39. Cette régression constituée par une confiance faite à un titre, qui serait non seulement nécessaire mais suffisant – le titre d'analyste financier ou celui de commissaire aux comptes –, alors que le monde des titres est d'ordinaire ce à quoi le marché s'oppose, s'explique par le fait que le déversement d'informations sur le marché contribue à les rendre incompréhensibles. La régulation du marché financier reflue donc sur ces intermédiaires qui attestent la fiabilité des informations et les rendent compréhensibles, donc utilisables, donc utiles. C'est pourquoi les autorités de marché s'intéressent au fonctionnement interne

---

39. Sur cette idée selon laquelle le marché financier est non seulement construit sur la confiance mais encore est constitué par les liens intersubjectifs, lesquels sont la source véritable des valeurs, v. not. A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 1999 ; P.-N. GIRAUD, *Le commerce des promesses : petit traité sur la finance moderne*, Seuil, 2001.

des sociétés, au point que cela se déroule désormais sur la place publique, la confidentialité devenant une notion presque étrangère au droit des sociétés, écartée par le principe de transparence. Cela explique notamment la réforme majeure de la loi de Sécurité Financière, qui rapproche le statut du contrôle interne de celui du contrôle externe.

40. Ainsi, la régulation des marchés financiers fait progresser le contrôle des dirigeants sociaux et rééquilibre les rapports conflictuels au sein des sociétés, mais c'est au prix de la prédominance des notions de régulation, comme la transparence. Parce que l'information doit être fiable et que l'investisseur doit être protégé, les autorités de marché se soucient directement de la relation d'agence. Les obligations de déclaration et la transparence sont des moyens de diminuer les effets néfastes du conflit d'intérêts pesant sur le dirigeant social, mais il ne s'agit que de règles de type procédural, un palliatif.

41. Une solution plus *a priori* et plus radicale consisterait à supprimer le conflit d'intérêts, en exigeant notamment la présence majoritaire, voire exclusive, d'administrateurs indépendants, dans les conseils d'administration. Dans une perspective de droit des sociétés, la proposition est absurde, voire sacrilège, car elle récuse l'idée que les actionnaires gouvernent la société en tant qu'ils en supportent les risques. L'intimité entre risque et pouvoir est alors brisée. Si l'idée persiste, notamment aux États-Unis, c'est qu'elle emprunte davantage à des raisonnements de régulation : en composant le conseil d'administration de personnes indépendantes, dont le fait d'arme serait leur compétence, on transforme celui-ci en organe à la fois impartial – puisque les administrateurs ne sont plus même actionnaires – et compétent, à la fois intégré à la société et aussi désintéressé que s'il lui était extérieur. Ce faisant, on établit l'autorité de régulation comme modèle idéal d'organisation apte à prendre les bonnes décisions ! c'est sur lui que devraient s'aligner les organes sociétaires.

42. On comprend à quel point la régulation du marché financier conduit à concevoir la gouvernance des sociétés, à en souligner l'importance mais aussi à l'affecter dans ses conceptions traditionnelles. La prégnance des théories de bonne régulation des marchés financiers sur le fonctionnement des sociétés associe étroitement bon fonctionnement sociétaire, équilibre des pouvoirs et protections des titulaires d'instruments financiers. Pourtant, les réflexions sur la gouvernance devraient porter davantage sur les sociétés non cotées. On peut justifier conceptuellement que la régulation des rapports sociétaires ne se développent que dans les sociétés cotées et pas dans les autres, soit parce qu'elles seraient structurellement différentes, soit parce que celles-ci ne justifient pas les lourdeurs des dispositifs requis quand les actions sont cotées. Mais le cantonnement de cette porosité entre régulation extérieure et gouvernance intérieure aux sociétés cotées relève davantage d'explications contingentes, au fait que le marché financier a suscité des organismes qui seuls sont suffisamment structurés pour mettre en forme des réflexions sur la gouvernance des sociétés. Ainsi, les mécanismes de consultation de place ne sont à la portée que des autorités de marché et les communications de la Commission Européenne



aboutissent à des synthèses opérées à partir des contributions de chacun <sup>40</sup>, ce qui finit par assécher tout autre mode de réflexion. Pourtant, si l'on revient au souci porté par Dominique Schmidt de protection de l'actionnaire minoritaire, il ne peut être que commun à toutes les sociétés, car l'élément crucial réside dans la loi de la majorité, qui n'est pas affectée par la cotation. La migration commence <sup>41</sup>.

43. Si l'on en conclut que les règles de régulation de marché non seulement influent sur la gouvernance des sociétés mais encore font progresser celle-ci, par exemple en améliorant l'information, il faudrait alors tout d'abord inciter les sociétés à la cotation, comme mode indirect d'amélioration du fonctionnement des sociétés. Ensuite, d'une façon plus conceptuelle, il faudrait adopter des règles juridiques équivalentes aux effets heureux produits spontanément par le marché financier, règles communes à toutes les sociétés, même non cotées. Pour ne prendre qu'un exemple, la liquidité du marché financier permet à l'actionnaire de céder son titre si le comportement des dirigeants sociaux ne lui convient pas. Nous avons vu que l'exercice de ce pouvoir patrimonial de céder est le plus efficace des droits politiques <sup>42</sup>. Il faudrait alors conférer aux actionnaires minoritaires des sociétés non cotées un droit de sortie. Cela montre l'interaction entre régulation du marché et gouvernance de sociétés, même en l'absence de cotation. Cette interaction ne fait que débiter.

---

40. Le document du 15 novembre 2003 opérant la synthèse des réponses à la Communication de la DG Marché Intérieur du 21 mai 2003 posant le « plan d'action » précité sur la modernisation du droit des sociétés et l'accroissement du bon gouvernement d'entreprise en Europe, est exemplaire de cette sorte de drainage des idées sur le droit des sociétés par les autorités.

41. Sur ce mouvement, v. M. BOIZARD, *La distinction de la société cotée et de la société non-cotée comme summa divisio du droit des sociétés*, thèse Paris II, 2002 ; A. COURET, « Régulation financière, sociétés cotées et sociétés non-cotées », in *Droit de la régulation : questions d'actualité*, préc., p. 29-40, spéc., n<sup>os</sup> 33 s., p. 34 s.

42. V. *supra*, n<sup>o</sup> 33.