

LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES, ENJEU DE GOUVERNANCE

Si ces dernières années au sein des sociétés cotées ont été marquées par le déplacement du centre de gravité du pouvoir des actionnaires vers le conseil d'administration et les dirigeants, un changement de paradigme se dessine. Longtemps désengagé, l'actionnaire minoritaire entend de plus en plus exercer une influence : le petit porteur change de visage et les fonds activistes s'imposent.

Alors que le gouvernement s'apprête à porter sur les fronts baptismaux la loi Pacte, que le tandem Nicole Notat – Jean-Dominique Senard a remis son rapport sur « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », il n'a jamais été autant question en France d'entreprise et de gouvernance d'entreprise que ces derniers mois.

La *Corporate Governance*, comprise comme la réflexion à l'origine anglo-américaine sur l'équilibre et l'articulation des pouvoirs dans les sociétés cotées, nourrit depuis plus de 35 ans l'édiction d'innombrables rapports, codes, normes juridiques aux États Unis et en Europe.

Pourtant, et malgré un mouvement subtil de flux et reflux, l'histoire du droit des sociétés cotées, et plus particulièrement de la société anonyme, ce « merveilleux instrument du capitalisme moderne »¹, est celle d'un long et inexorable déplacement du centre de gravité du pouvoir des actionnaires, qui courent le risque de l'entreprise, vers le

conseil d'administration et les dirigeants.

LES TROIS PILIERS DE LA SOCIÉTÉ COTÉE

Un tel déplacement n'a été concevable qu'autant qu'il s'est effectué dans le respect d'une triple exigence, constituant les trois piliers de l'architecture de la société cotée en droit français.

D'une part, le respect de l'intérêt social, en vertu duquel les pouvoirs considérables accordés aux mandataires sociaux ne le sont qu'autant qu'ils sont exercés dans l'intérêt commun des actionnaires², lequel intérêt commun devrait prochainement coexister avec une nouvelle notion, l'« intérêt propre », selon les vœux du rapport Senard - Notat³.

D'autre part, un principe de responsabilité qui permet aux actionnaires de retirer leur confiance aux mandataires sociaux, en principe à tout moment, en vertu de la révocation *ad nutum*⁴, mais également de rechercher leurs responsabi-

lités civile, pénale et administrative lorsqu'ils ont commis des fautes de gestion ou des atteintes au règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Enfin, le principe majoritaire, en vertu duquel le plus grand nombre impose sa volonté, notamment la désignation des dirigeants et mandataires sociaux par l'assemblée générale des actionnaires.

Dans cette architecture, les minoritaires sont ceux qui ont le plus à perdre d'une mauvaise gouvernance car, s'ils courent le risque social au même titre que tous les autres actionnaires, ils ont un pouvoir d'influence structurel réduit.

DÉPLACEMENT DU CENTRE DE POUVOIR

Pourtant, les droits reconnus aux actionnaires sont nombreux et aboutis. En effet, notre droit des sociétés accorde à tout actionnaire, en contrepartie du risque financier qu'il a accepté de courir, un arsenal de droits patrimoniaux et extra-patrimoniaux. Alors que les premiers désignent la contrepartie financière aux actions détenues par l'associé, essentiellement le droit au dividende⁵, les droits extra-patrimoniaux permettent à l'actionnaire de participer à la vie sociale, en ayant un droit à l'information, et d'exercer de façon éclairée son droit de vote, présenté comme l'un de ses droits individuels les plus importants⁶.

Or, ce déplacement du centre du pouvoir est la conséquence de plusieurs causes : la puissance du principe majoritaire⁷, la finan-



CAROLINE RUELLAN EST PRÉSIDENTE ET FONDATRICE DE SONJ

CONSEIL, cabinet indépendant de conseil en gouvernance et stratégie. Docteur en droit privé, diplômée de la Harvard Law School et professeur de droit, elle est également présidente du Cercle des Administrateurs, administrateur de l'Adam et secrétaire générale de l'Institut Aspen France. Après avoir enseigné le droit des affaires à l'Université de Paris 2 Panthéon-Assas et d'Amiens ainsi qu'à l'École des Mines de Paris, elle a été successivement, au sein du groupe AIG, responsable de l'Innovation et des Relations Institutionnelles, puis *Regional Claims Specialist* pour l'Europe, assurant la stratégie de défense de dirigeants et émetteurs dans un contexte de mise en cause judiciaire et de crise. Auteure de « Droit commercial – Notions générales » édité chez Dalloz, d'une chronique mensuelle dans *Forbes France* et de nombreuses tribunes, notamment dans *Le Monde*, *Les Échos* et *L'Agefi*, elle anime régulièrement des débats sur la gouvernance des entreprises.

Illustré par une nouvelle forme d'engagement actionnarial, il semble qu'un changement de paradigme, dont l'actionnaire minoritaire serait à la fois le marqueur principal et la courroie de transmission, se dessine. Les actionnaires minoritaires, longtemps négligés tant que non agrégés, ne se contentent plus d'un traitement purement capitalistique de leur influence.

ciarisation de l'entreprise⁸ générant une durée de détention des actions réduite, peu compatible avec l'*affectio societatis*, la complexité croissante des activités développées par les sociétés, l'importance de la gestion indicielle. Ces nombreux facteurs ont amené le désengagement des actionnaires renonçant à exercer leurs droits et, donc, leur influence. Or, loin de profiter à l'entreprise, les actionnaires, en étant passifs, privent les dirigeants d'une source nécessaire et précieuse de contradiction.

Illustré par une nouvelle forme d'engagement actionnarial, il semble qu'un changement de paradigme, dont l'actionnaire minoritaire serait à la fois le marqueur principal et la courroie de transmission, se dessine. Les actionnaires minoritaires, longtemps négligés tant que non agrégés, ne se contentent plus d'un traitement purement capitalistique de leur influence.

Par ailleurs, le petit porteur change de visage, plus jeune, plus contestataire, plus connecté, il entrevoit la puissance non encore aboutie des réseaux sociaux.

On assiste à la montée en puissance d'une nouvelle catégorie d'actionnaires minoritaires.

Les actifs sous gestion des fonds activistes sont en effet passés de 51 milliards en 2011 à 180 milliards de dollars en 2017⁹. En 2017, 62 milliards de dollars ont été engagés par 108 fonds activistes dans le cadre de 193 campagnes, ce qui a plus que doublé par rapport à 2016¹⁰.

En Europe, les fonds déployés

dans des campagnes activistes ont doublé, passant de 10 milliards de dollars entre 2013 à 2016, à 22 milliards de dollars en 2017¹¹. L'activisme, compris comme l'action exercée par quelques *hedge funds* aux moyens économiques et humains remarquables, compétents et dotés d'une féroce puissance de négociation, marque l'émergence d'une nouvelle discipline, tant à l'égard des émetteurs que des autres actionnaires minoritaires.

La question n'est donc plus de savoir si l'activisme est souhaitable, nécessaire ou menaçant, car il semble inéluctable, mais plutôt celle des ressorts profonds de l'action menée par ces actionnaires, de leur capacité à analyser les fondamentaux et, *in fine*, leur volonté de remplir un rôle constructif vis-à-vis de l'entreprise. Car, pour s'en tenir à un examen objectif des moyens mis en œuvre, l'actionnaire activiste ne cherche jamais à devenir majoritaire ni même actionnaire de

contrôle. C'est un actionnaire minoritaire qui se réapproprie ses droits afin d'exercer une influence sur l'entreprise. Derrière l'activisme, se trouve la question cardinale du rapport entre majoritaire et minoritaire.

Cette évolution renoue avec l'architecture originelle de la société anonyme selon laquelle les minoritaires demandent des comptes, notamment au conseil d'administration, et injectent une dose de contradiction, voire de contre-pouvoir. L'actionnaire actif peut de la sorte contribuer à la création de valeur.

Or, une approche novatrice et radicale semble s'imposer selon laquelle la gouvernance est un actif économique à part entière. Selon cette vision, les actionnaires minoritaires deviennent un véritable enjeu de gouvernance, leur traitement constituant l'indicateur de la qualité de la gouvernance de l'entreprise et, souvent, de sa performance, ce que les activistes ont bien compris. ■

(1) Georges Ripert, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, LGDJ, 1946, p. 106.

(2) Article 1833 code civil : « Toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés. »

(3) Le rapport recommande de rajouter un second alinéa à l'article 1833 du code civil : « La société doit être gérée dans son intérêt propre, en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. »

(4) Article L. 225-18 al. 2 code civil.

(5) En principe payable en argent, le dividende peut l'être aussi en nature, par exemple sous forme de titres détenus en portefeuille par la société.

(6) Décision Château d'Yquem, Com., 9 février 1999, Bull. Joly 1999, n° 122 note J.-J. Daigre : « Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter et les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions. »

(7) C. Ruellan, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, Thèse dact. Paris II, 1997.

(8) *Financiarisation, « la grande déformation de l'entreprise »* in, O. Favereau, *Entreprises, la grande déformation, Parole et Silence*, 2014.

(9) McKinsey & Company, *McKinsey Special Collection – Activist investors*, 2017.

(10) Lazard, *2017 Activism Year in Review*.

(11) Lazard, *2017 Activism Year in Review*.

GOVERNANCE, ACTIVISM AND MINORITY SHAREHOLDERS

Corporate governance, which is designed to structure power within listed companies, raises the core issue of the role played by minority shareholders. Though they have many rights, they often refrain from using these rights, thus depriving the company of key contradictors. A new category of minority shareholders eager to influence the company's direction, referred to as « activists », impose a new discipline and raise the key issue of the approach towards minority shareholders generally.

Caroline Ruellan,
La revue Analyse financière
July 2018 - www.sfaf.com
analysefinanciere.org