

Concilier long-terme et gouvernance renouvelée : « *the new American way for doing business* »*

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)
Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la
C.D.A.C.I. (Université de Montréal)
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

1^{ère} version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

Dans un rapport publié au dernier trimestre 2009, le comité sur le gouvernement d'entreprise de l'*American Bar Association* présente les transformations qui affectent les entreprises américaines depuis quelques années et se montre favorable à une adaptation des principes de bonne gouvernance. A l'instar des prises de position à l'échelon international ou européen, l'*American Bar Association* propose une redéfinition des responsabilités du conseil d'administration et des actionnaires. Ainsi, si le conseil d'administration se voit renforcer dans son rôle d'organe élu devant inscrire son action dans une démarche de long-terme, les actionnaires sont encouragés à adopter un comportement proactif en donnant à leur droit de vote toute l'importance qu'il mérite. Ce document de l'ABA constitue une précieuse réflexion sur l'avenir du *corporate governance*, tant la transformation des pouvoirs économiques que constate l'*American Bar Association* ne se cantonne pas aux frontières états-uniennes.

Mots-clés : *American Bar Association*, Gouvernance d'entreprise, Bilan, Recommandations, Rééquilibrage des pouvoirs, Long-terme

1. La crise économique et financière entraîne une réflexion et une remise en question de certains dogmes que l'on croyait acquis (notamment le dogme libéral) sur les terrains tant économiques que financiers ou encore, politiques. Comme l'a rappelé récemment l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE), « (...) *the financial crisis represents a political as well as substantive challenge to policy makers that can be compared with the challenges that followed the collapse of Enron/Worldcom and by the Asian financial crisis of 1997* »¹.

2. Mais, les conséquences des difficultés rencontrées par les entreprises sur les marchés financiers amènent également à renouveler le débat concernant les fondements théoriques de la gouvernance des entreprises. Alors que la conception nord-américaine établissant les règles du *corporate governance* autour d'une relation d'agence a dominé (et domine encore) la littérature spécialisée pendant de nombreuses années², celle-ci est de plus en plus critiquée³ et semble devoir être amendée dans un futur

* Une version retravaillée de ce papier est publiée dans la revue juridique *Bulletin Joly Sociétés*.

¹ OECD, « Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages », June 2009, *spéc.* p.12.

² Le montant des rémunérations des dirigeants d'entreprises qui font tant débats de part et d'autre de l'Atlantique révèle un modèle de gestion axé exclusivement sur les actionnaires (Y. Biondi et N. Coutinet, « Derrière la rémunération des dirigeants, la question de la gouvernance et de la performance de l'entreprise », *R.F.G.E.*, à paraître en 2010). A propos de la théorie de l'agence : H. Hansmann and R. Kraakman, « Agency Problems and Legal Strategies », in *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, R. Kraakman and al. (Eds.), Oxford University Press, 2004 ; K. M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review », *Academy of Management Review*, 1989, Vol. 14, n°1, p.57 ; M. C. Jensen and W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour. Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*,

proche⁴. N'est-il pas temps de repenser la théorie de l'agence comme l'écrivent Lan et Heracleous dans le dernier numéro de la prestigieuse revue américaine *Academy of Management Review*⁵ ? Cette évolution des fondements de la gouvernance se fait d'autant plus ressentir que des études nord-américaines révèlent l'insatisfaction des citoyens américains quant à la manière dont leurs entreprises internationales conduisent leurs affaires économiques⁶. A s'en tenir à la situation française, le Centre d'analyse stratégique a nettement pris position en faveur d'un abandon du modèle de gouvernance actionnariale au profit d'une gouvernance davantage partenariale⁷. Dans le même sens, le professeur Michel Aglietta a souligné, dans la conférence annuelle de l'Institut Français des Administrateurs du 5 mai 2010, la nécessité de mettre un terme à la déviance observée depuis la fin des années 1990 faisant du cours boursier la référence et consacrant le concept d'« *entreprise Wall Street* »⁸.

3. C'est dans cette direction que le comité sur le gouvernement d'entreprise de l'*American Bar Association* (ABA) s'oriente dans un rapport intitulé « *Delineation of Governance Roles & Responsibilities* »⁹ et rendu public en novembre 2009. Les lignes qui vont suivre exposent le *corpus* de ce document qui, au-delà de proposer une adaptation du cadre dans lequel les principes de gouvernance s'exercent actuellement, expose les changements contemporains qui affectent la prise de décision dans les entreprises américaines et la redéfinition corrélative des responsabilités du conseil d'administration et des actionnaires. Ce document de l'ABA nous semble présenter un intérêt certain dans la mesure où les bases sur lesquelles il se fonde (une transformation des pouvoirs économiques) dépassent les frontières américaines et se retrouvent, par exemple, en France.

1976, Vol. 3, p.305 ; A. A. Alchian and H. Demsetz, « Production, Information Costs, and Economic Organization », *Economic Review*, 1972, Vol. 62, p.777.

³ Dans la littérature financière : P.-Y. Gomez, « La gouvernance actionnariale et financière : Une méprise théorique », *R.F.G.*, novembre-décembre 2009, Vol. 35, n°198-199, p.369 ; M. T. Moore and A. Rebérioux, « The Corporate Governance of the Firm as an Entity: Old Issues for the New Debate », in *The Firm as an Entity : Implications for Economics, Accounting and the Law*, Y. Biondi, A. Canziani and T. Kirat (Eds.), Routledge, 2007, p.348 ; P.-Y. Gomez and H. Korine, « Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate Governance », Cambridge University Press, 2008, *spéc.* p.251 et s. Dans la littérature juridique : S. Rousseau et I. Tchotourian, « L'« intérêt social » en droit des sociétés – regards canadiens », *R.S.*, 2009, p.735 ; D. Danet, « Misère de la *corporate governance* », *R.I.D.E.*, 2008, n°4, p.407 ; K. Greenfield, « The Failure of Corporate Law : Fundamental Flaws and Progressive Possibilities », The University of Chicago Press, 2006.

⁴ Voir le guide international des bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise adopté par l'*International Federation of Accountants* (IFAC) en février 2009 qui renvoie au concept de *stakeholders* (C. Prat dit Hauret et I. Tchotourian, « Guide des bonnes pratiques en matière de gouvernance et « *Sustainability framework* » : l'orientation de l'*International Federation of Accountants* vers un « *capitalisme stakeholder* » », *R.D.B.F.*, juillet-août 2009, n°4, p.17). *Contra.* : B. R. Cheffins, « Did Corporate Governance Fail During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500 », *ECGI Law Working Paper No. 124/2009*, May 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396126&rec=1&srcabs=1352605##. (cet auteur note que « *However, once a less exacting test of "failure" is adopted, this paper's analysis of corporate governance in the 37 companies removed from the S&P 500 in 2008 suggests that in various key respects corporate governance operated satisfactorily* »).

⁵ L. L. Lan and L. Heracleous, « Rethinking Agency Theory: The View from Law », *Academy of Management Review*, 2010, Vol. 35, n°2, p.294.

⁶ Par exemple : A. Landier and V. B. Nair, « Investing for Change: Profit for Responsible Investment », Oxford University Press, 2009, *spéc.* p.5.

⁷ CAS – Conseil d'analyse stratégique, « Analyse : Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ? », *Note de veille*, n°120, janvier 2009. Constatant le peu d'influence des salariés sur la gestion des entreprises françaises : A. Autenne, « Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié. Apports et limites des approches contractualiste, néoinstitutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise », Bruylant, 2005.

⁸ M. Aglietta, « Démocratie actionnariale : faut-il renforcer le pouvoir des actionnaires ? », intervention au *Club recherche de l'IFA*, 5 mai 2010.

⁹ American Bar Association Section of Business Law, « Report of The Task Force of the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Roles & Responsibilities », November 2009.

I - Bilan de la gouvernance des entreprises américaines : un paysage qui s'est modifié sans pouvoir empêcher la crise

4. Dans son rapport, l'*American Bar Association* dresse un état des lieux de la gouvernance des entreprises américaines. Deux axes complémentaires se dégagent de cette gouvernance : le conseil d'administration semble assumer (enfin ?) son rôle (A) et les actionnaires font ressentir leur influence de manière grandissante sur la politique de l'entreprise (B).

A) Une responsabilité assumée par le conseil d'administration

5. Le comité sur le gouvernement d'entreprise de l'ABA constate que les conseils d'administration sont plus actifs et davantage responsables dans la gestion des entreprises et ce, depuis le milieu des années 1990. Les critiques adressées par Douglas¹⁰ et Mace¹¹ aux administrateurs dénonçant leur passivité vis-à-vis des dirigeants sont fortement remises en cause même si certains dénoncent le maintien du lien des administrateurs indépendants vis-à-vis du président du conseil d'administration¹². Les crises et les déboires rencontrés par les grandes entreprises ont ainsi contribué à faire évoluer la place du conseil d'administration.

6. Plusieurs facteurs se combinent pour intensifier le contrôle qui est exercé par les administrateurs. Premièrement, la jurisprudence (essentiellement celle de l'Etat du Delaware¹³) exige un certain degré de surveillance et de contrôle de la part du conseil d'administration sur les dirigeants et les autres représentants de la société. Les récentes décisions de la Cour suprême du Delaware *Stone v. Ritter*¹⁴ et *In re Citigroup Inc. S'holder Deriv. Litig.*¹⁵ sont venues apporter des précisions quant au contenu du standard de comportement d'un administrateur défini dans l'affaire *In re Caremark Int'l Inc. Deriv. Litig.*¹⁶. Si, sur le fondement de cette jurisprudence, le conseil d'administration a l'obligation de mettre en place un mécanisme d'information et de contrôle interne des activités de la société, l'arrêt *Stone v. Ritter* abandonne l'exigence de négligence grossière et circonscrit la responsabilité d'un administrateur au manquement intentionnel. Deuxièmement, les réformes et les recommandations professionnelles intervenues après les faillites des entreprises *Enron* et *Worldcom* se sont combinées pour faire du conseil d'administration un acteur engagé et objectif de la gouvernance des entreprises. Qu'il suffise d'évoquer les développements récents qui ont eu lieu sur sa composition (accroissement de la place des administrateurs indépendants¹⁷, de leur professionnalisation¹⁸, de leur représentation de

¹⁰ W. O. Douglas, « Directors Who Do Not Direct », *Harvard Law Review*, 1934, Vol. 47, p.1305.

¹¹ M. L. Mace, « Directors: Myth and Reality – Ten Years Later », *Rutgers Law Review*, 1979, Vol. 32, p.293 ; M. L. Mace, « Directors: Myth and Reality », Harvard Business School Press, 1971.

¹² « Summit Report 008: Global Governance », *Harvard Business School*, October 13, 2008. Plus ancien : L. Lin, « The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence », *North-West University Law Review*, 1996, Vol. 90, p.898, spéc.p.913.

¹³ L'Etat du Delaware occupe une place essentielle dans la construction du droit américain des sociétés comme en attestent les statistiques en matière de constitution et de réincorporation d'entreprises. Au plan de la constitution des entreprises, cet Etat fédéral attire un peu plus de la moitié des entreprises cotées. En parallèle, les professeurs Bebchuk et Cohen notent que, parmi les entreprises qui font le choix de se constituer hors de leur Etat d'origine, 85 % d'entre elles choisissent de le faire dans l'Etat du Delaware (L. A. Bebchuk, and A. Cohen, « Firms' decisions where to incorporate », *Journal of Law and Economics*, 2003, Vol. 46, p. 383). Au plan des réincorporations d'entreprises, la proportion de sociétés réalisant cette démarche dans l'Etat du Delaware est supérieure à 80 % (R. Romano, « Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle », *Journal of Law, Economics and Organization*, 1985, Vol. 1, p. 225).

¹⁴ *Stone v. Ritter*, 911 A.3d 362 (Del. 2006).

¹⁵ *In re Citigroup Inc. S'holder Deriv. Litig.*, 964 A.2d 106 (Del. 2009).

¹⁶ *In re Caremark Int'l Inc. Deriv. Litig.*, 698 A.2d 959 (Del. 1996). Cette décision est venue rompre avec la jurisprudence antérieure posée par l'arrêt *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co.* (188 A.2d 125, 130 (Del. 1963)).

¹⁷ La composition des conseils d'administration des sociétés de l'indice *S&P 500* fait place à des administrateurs indépendants à hauteur de 82 % (Spencer Stuart, « Spencer Stuart Board Index », 2008, http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/SSBI_08.pdf, spéc. p.8). Sur l'administrateur indépendant et

la société américaine¹⁹, ou encore de celle des comités spécialisés) ou sur certaines de ses prérogatives (tel que celles existantes dans le processus de nomination des dirigeants²⁰). Troisièmement, les conseils d'administration se sont montrés au fil du temps moins tolérants envers la faible performance de leur entreprise et plus enclin au dialogue avec les actionnaires comme l'illustrent l'augmentation des départs involontaires de P.D.G., le développement considérable du *Majority voting* au sein des sociétés de l'indice *S&P 500*²¹ et la réduction du nombre de propositions d'actionnaires soumises au vote de l'assemblée générale pour la sixième année consécutive.

7. Malgré ces évolutions du *corporate governance* des sociétés américaines par actions, le comité sur le gouvernement d'entreprise constate que les changements entourant le conseil d'administration n'ont pu empêcher la crise financière. Cette dernière a révélé des dysfonctionnements dont celui du maintien d'une culture d'entreprise caractérisée par une confiance excessive accordée au directeur général et à son équipe.

B) Une mutation dans la nature et l'influence exercée par les actionnaires

8. Le comité sur le gouvernement d'entreprise de l'ABA met en exergue la profonde mutation de l'actionnariat des entreprises américaines. D'une part, l'actionnaire a changé de visage. Alors que l'actionnariat individuel représentait en 1950 aux Etats-Unis 93 % des actionnaires, ce chiffre est tombé à 33 % en 2006²². En parallèle, ce sont près de 76,9 % du capital des 1000 plus grandes sociétés américaines qui sont détenus par des investisseurs institutionnels, ce pourcentage variant de 52,9 % de détention à 85,35 % pour les vingt cinq plus importantes sociétés cotées²³. Les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds d'investissement, compagnies d'assurance, fonds

son évolution : J. Charkham, « Keeping Better Company: Corporate Governance Ten Years On », Oxford University Press, *spéc.* p.244 et s.

¹⁸ La *National Association of Corporate Directors* atteste que les administrateurs consacrent 223 heures par année à leur tâche d'administrateur (*National Association of Corporate Directors, « Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism », 2005, spéc. p.32*) et que la fréquence des réunions du conseil d'administration a augmenté en dix ans (*Spencer Stuart, op. cit., p.24*). De plus, même si le contenu de l'évaluation est variable (conseil, comités et dirigeants), 90 % des entreprises de l'indice *S&P 500* procède à une évaluation du conseil d'administration.

¹⁹ Les données statistiques fournissent les chiffres suivants : 85 % des sociétés de l'indice Fortune ont au moins une femme au sein du conseil d'administration et 78 % de ces mêmes entreprises ont au moins un administrateur provenant d'une minorité ethnique (*Korn Ferry International, « 34th Annual Board of Directors Study », 2008, http://www.kornferryinstitute.com/files/pdf1/Board_Study07_LoRez_FINAL.pdf, spéc. p.7*).

²⁰ L'étude de *Spencer Stuart* observe ainsi que l'influence du directeur général (et, plus globalement, de la direction opérationnelle) dans le processus de nomination des administrateurs a fléchi ces dernières années.

²¹ 66 % des entreprises ont adopté cette modalité de vote des dirigeants (C. H. Allen, « Study of Majority Voting in Director Elections », November 12, 2007, <http://www.ngelaw.com/files/upload/majoritystudy111207.pdf>). Rappelons que sur la base de ce système, un administrateur n'est élu que s'il bénéficie de 50 % des voix plus un, les abstentions étant prises en compte et assimilées à un vote « contre » l'administrateur.

²² C. K. Brankato and S. Rabimov, « The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations 20 », *The Conference Board*, September 2008. Pour d'aucuns, ce chiffre serait plus faible, aux alentours de 27 % (J. C. Bogle, « Reflections on Toward Common Sense and Common Ground? », *Iowa Journal Corporation Law*, 2007, Vol. 33, p.31, *spéc.* p.31). En Europe, la détention d'actions ordinaires par les ménages dans les entreprises cotées en 2002 est de 14,3 % au Royaume-Uni, 6,5 % en France et 22,9 % en Allemagne (J. Tirole, « The Theory of Corporate Finance », Princeton University Press, 2006, *spéc.* p.37).

²³ C. K. Brankato and S. Rabimov, *art. préc.*, p.27 et s. L'OECD a réuni des données pour comparer la composition des portefeuilles d'actifs des investisseurs institutionnels sur la période 1993-2000 entre la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni (OECD, « Institutional Investors Yearbook », 2004, *spéc.* p.32 et s.). Cette étude fait apparaître que les actions représentent 43 % du portefeuille de ces investisseurs en France, 24 % en Allemagne et 65 % au Royaume-Uni. Pour des études juridiques sur les investisseurs institutionnels : I. Parachkévova, « Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée », L.G.D.J., 2005 ; L. Dumoulin-Mauduit, « Les organisations intermédiaires d'investisseurs, Contribution à l'étude de la dimension collective du capitalisme, Les Presses Universitaires de la Faculté de droit de Clermont-Ferrand, L.G.D.J., 2002 ; F. Manin, « Les investisseurs institutionnels », thèse Paris 1, 1996.

d'investissements spéculatifs) se sont finalement peu à peu imposés dans le capital des sociétés entraînant par la même une concentration de cet actionnariat. Les chercheurs Brando et Rabimov montrent en ce sens que seuls dix investisseurs institutionnels détiennent entre 18 % et 56 % des actions des vingt cinq plus grandes entreprises américaines et que ce chiffre passe à vingt pour une détention comprise entre 24 % et 61 %²⁴.

9. L'ABA souligne que cette transformation de l'actionnariat des sociétés cotées a un impact non négligeable sur l'influence que les actionnaires sont amenés à jouer dans la gestion de leurs entreprises²⁵. Bien que les professeurs Berle et Means dénonçaient avec justesse en 1932 le comportement apathique des actionnaires (en raison de leurs caractères dispersés et de leur faible niveau de détention d'actions), il en va différemment aujourd'hui²⁶. Le droit américain se fait d'ailleurs l'écho de ce changement qui touche l'actionnariat des sociétés cotées. Ainsi, les évolutions amorcées par la *Securities and Exchange Commission* (SEC) concernant l'encouragement de la communication avec et entre les actionnaires grâce à internet²⁷, le développement du devoir fiduciaire entourant le droit de vote²⁸, la transparence des politiques de vote des fonds de pension et des conseillers en investissement²⁹, les changements du dispositif portant sur la rémunération des dirigeants³⁰, l'aménagement des règles en matière d'élection des administrateurs³¹ ou encore, la réduction des dispositifs anti-OPA³², ne sont au final que le reflet de cette mutation.

²⁴ C. K. Brankato and S. Rabimov, *art. préc.* p.27 et s.

²⁵ R. S. Thomas, « The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation », *Vanderbilt Law Review*, 2008, Vol. 61, p.299, *spéc.* p.300 ; B. S. Black, « Agents Watching Agent: The Promise of Institutional Investors Voice », *UCLA Law Review*, 1992, Vol. 39, p.811, *spéc.* p.815 ; J. C. Coffee, « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, 1991, Vol. 91, p.1277, *spéc.* p.1336.

²⁶ Pour une description de l'activisme actionnarial aux Etats-Unis : I. Anabtawi and L. A. Stout, « Fiduciary Duties for Activist Shareholders », *Stanford Law Review*, 2008, Vol. 60, p.1255, *spéc.* p.1274 et s. Sur le degré et le type d'activisme des investisseurs institutionnels : Asian Corporate Governance Association, « Degrees and Types of Activism in Asia: 2005 », Singapore, 2005.

²⁷ J. N. Gordon, « Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issues Proxy Access and Focus on E-Proxy », *Vanderbilt Law Review*, 2008, Vol. 61, p.475, *spéc.* p.487 et s. Voir : SEC, « Electronic Shareholder Forums », Release No. 34-57172, IC-28124, January 25, 2008 (17 C.F.R. Part 240), <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-57172.pdf> ; SEC, « Shareholder Choice Regarding Proxy Materials », Release Nos. 34-56135, IC-27911, August 1, 2007 (17 C.F.R. Part 240), <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-56135fr.pdf>. L'utilisation d'internet accroît d'ailleurs l'influence des investisseurs institutionnels en raison de la faible participation des actionnaires individuels : SEC, « Internet Availability of Proxy Materials », Release No. 34-55146, January 29, 2007 (17 C.F.R. Parts 240, 249 and 274), <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55146.pdf>.

²⁸ Certains investisseurs institutionnels ont l'obligation de diffuser la manière dont ils ont exercé leur droit de vote et d'adopter des politiques et procédures pour garantir que l'exercice du droit de vote se fait dans l'intérêt du client (17 C.F.R. § 270.30b1-4 ; 17 C.F.R. § 275.206(4)-6).

²⁹ 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(c).

³⁰ SEC, « Executive Compensation Disclosure », Release No. 33-6962, 34-31327, IC-19032, October 16, 1992 (17 C.F.R. Parts 228, 229, 240 and 249), http://content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/library/sec/sec_releases/33-6962.htm ; 17 C.F.R. § 240.14a-8.

10. Le rapport de l'*American Bar Association* met en lumière *in fine* les conflits d'intérêts latents entre les investisseurs institutionnels eux-mêmes que la jurisprudence paraît ignorer³³. Au sein de cette catégorie générique d'actionnaires, des différenciations se font jour quant à la stratégie d'investissement, à l'exercice du vote et à l'importance accordée aux préoccupations de gouvernance d'entreprise. Tout d'abord, les stratégies des investisseurs institutionnels varient du très court-terme au long-terme. Alors que les compagnies d'assurance et les fonds de pension défendent un investissement à long-terme en prenant des participations dans le cadre de leur stratégie de diversification³⁴, les fonds d'investissements spéculatifs ont une stratégie essentiellement court-termiste qui peut se calculer en minutes³⁵. Les fonds commun de placement adoptent une attitude intermédiaire inscrivant leur investissement sur un horizon de moyen terme orienté vers la liquidité car les investisseurs peuvent retirer leurs fonds s'ils le désirent³⁶. Ensuite, à l'instar de ce qu'écrit le professeur Black, les discussions entourant le droit de vote des actionnaires perçoivent ceux-ci comme une seule entité qui cherche à maximiser son retour sur investissement, mais l'histoire est en réalité plus complexe et « (...) *the single phrase « institutional investor » obscures important differences between institutions* »³⁷. Enfin, l'étude de *Morley Fund Management* fait apparaître de fortes disparités dans

³¹ Le Comité sur le droit des sociétés de l'ABA a introduit le 20 juin 2006 un amendement au *Model Business Corporation Act* concernant le standard de vote pour l'élection des administrateurs. Bien que conservant le « *plurality voting* » à défaut d'autre choix par les entreprises, ces dernières ont la possibilité de rejeter ce système en amendant leurs articles d'incorporation. En parallèle, ce même comité a cherché à encourager les actions individuelles pour modifier les statuts dans le sens de l'instauration d'un vote majoritaire. Sur ce point, l'*American Bar Association* a souhaité distinguer l'action des actionnaires de celle du conseil d'administration. Alors que les réformes statutaires qui sont adoptées par le conseil d'administration peuvent être modifiées par celui-ci et les actionnaires, les réformes mises en œuvre par les actionnaires ne peuvent être amendées que par ceux-ci. Depuis 2006, différents Etats américains réforment leur droit des sociétés pour favoriser l'instauration d'un système de vote majoritaire. L'Etat du Delaware est le premier à avoir modifié sa législation en ce sens (S. 322, 143rd Gen. Assem., Reg. Sess. (Del. 2006)). Une réforme effective depuis le 1^{er} août 2006 autorise les actionnaires de sociétés rattachées à l'Etat du Delaware à changer le standard d'élection des administrateurs au travers d'une modification des statuts (le standard de base demeurant celui du « *plurality system* »). De plus, l'irrévocabilité de la démission d'un administrateur qui échouerait à obtenir une majorité des votes en sa faveur est affirmée. Par ailleurs, depuis le 1^{er} janvier 2007, les sociétés californiennes peuvent également modifier leurs statuts ou leurs articles d'incorporation pour mettre en place le « *majority vote system* ». Cette modification est facilitée par le fait que le vote d'une majorité d'actionnaires s'avère suffisant pour changer le standard d'élection des administrateurs. L'Etat de Californie impose la démission des administrateurs qui ne bénéficieraient pas de la majorité des votes dans les quatre-vingt dix jours, démission qui ne peut être refusée par le conseil d'administration. Enfin, depuis le 1^{er} janvier 2008, l'Etat de l'Ohio permet à ses sociétés d'introduire dans leurs articles d'incorporation le système du vote majoritaire. Pour des propositions de réformes : « *Shareholder Empowerment Act of 2009* » (introduced June 12, 2009), H.R. 2861, 111th Cong., 2009 ; « *Shareholder Bill of Rights Act of 2009* » (introduced May 19, 2009), S. 1074, 111th Cong., 2009.

³² D. A. Neff, « *Takeover Law and Practice* », 5th Annual Institute on Corporate, Securities and Related Aspects of Mergers & Acquisitions, September 2008, *spéc.* p.15.

³³ *Mercier v. Intel-Tel (Del.) Inc.*, 929 A.2d 786, 814 (Del. Ch. 2007) (« *I am reluctant to premise an injunction on the notion that some stockholders are good and others are bad short-termers* ») ; *Coaxial Commc'ns, Inc. v. CAN Fin. Corp.*, 367 A.2d 994, 998 (« *The statute does not distinguish between large and small stockholders, nor between those in accord with and those in opposition to existing management* »).

³⁴ L. E. Strine, « *Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance* », *Iowa Journal of Corporate Law*, 2007, Vol. 33, p.1, *spéc.* P.4.

³⁵ M. Kahan and E. B. Rock, « *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control* », *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, Vol. 155, p.1021, *spéc.* p.1092 ; D. Silvers, « *Commentary on "Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance" by Leo E. Strine Jr.* », *Iowa Journal Corporation Law*, 2007, Vol. 33, p.85, *spéc.* p.87 ; I. Anabtawi, « *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power* », *UCLA Law Review*, 2006, Vol. 53, p.561, *spéc.* p.579 et s.

³⁶ Alors qu'en 1951, le temps de détention des actions était de six ans, ce temps est descendu ces dernières années entre onze et treize mois (R. Loth, « *Portfolio Turnover* », *Investopedia*, <http://www.investopedia.com/university/quality-mutual-fund/chp7-fund-activity/portfolio-turnover.asp>).

³⁷ B. S. Black, « *Shareholder Passivity Reexamined* », *Michigan Law Review*, 1990, Vol. 89, p.520, *spéc.* p.595 et s. Une partie de cette citation a été traduite par nos soins.

l'importance qu'accordent les investisseurs institutionnels à la gouvernance d'entreprise, celle-ci allant d'une faible considération des fonds d'investissements spéculatifs à une considération centrale pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension³⁸.

11. Au vu de ces évolutions, il apparaît que le conseil d'administration (qui détient toujours l'autorité décisionnelle et sur lequel pèsent des devoirs fiduciaires) se trouve face à un acteur qui devient central mais qui ne se présente pas de manière unifiée. Le rapport de force au sein des sociétés par actions change. Dans ce contexte, si le conseil d'administration a toujours la responsabilité d'œuvrer dans les « *best interests of the corporation* » (ce qui implique de tenir compte d'une variété d'intérêts), il appartient *a fortiori* aux actionnaires de dialoguer avec la direction et de ne pas focaliser leurs souhaits sur leurs seuls intérêts personnels.

II - Recommandations de l'ABA : une amélioration des rôles des actionnaires et du conseil d'administration en bout de ligne

12. Ce changement du cadre de la gouvernance amène le comité sur le gouvernement d'entreprise de l'ABA à émettre des recommandations. Ces propositions sont construites autour de la philosophie suivante : « *give special consideration to the long-term nature of corporate wealth-generating activity and strive to avoid undue short-term focus and pressures that may impede the capacity of the corporation for long-term investments and decisions necessary for sustainable wealth creation* »³⁹.

13. En premier lieu, l'*American Bar Association* préconise aux actionnaires d'asseoir leur rôle dans les entreprises dont ils sont partie intégrante. Tout d'abord, les actionnaires doivent agir au vu d'informations en adéquation avec le poids de leurs droits et être particulièrement vigilants et critiques quant aux personnes qui les représentent. Ensuite, l'ABA insiste sur la nécessité pour les actionnaires de prendre conscience de la valeur de leur droit de vote comme outil de responsabilisation de la direction, notamment lorsqu'il est exercé au moment de l'élection des administrateurs. Enfin, les actionnaires doivent prendre en considération la stratégie de long-terme de la société fixée par le conseil d'administration quand ce dernier se prononce sur leurs propositions en assemblée générale et qu'éventuellement il les rejette.

14. En second lieu, le comité sur le gouvernement d'entreprise propose des pistes innovantes concernant le rôle du conseil d'administration. D'un côté, le conseil d'administration doit assumer sa place d'organe élu par les actionnaires et garantir qu'il tient effectivement compte des objectifs de ces derniers (objectifs qui constituent pour l'ABA une considération importante) tout en assurant un haut niveau de transparence. A ce titre, il appartient aux administrateurs de se montrer actifs dans la construction d'une communication de qualité entre dirigeants et actionnaires. D'un autre côté, le conseil d'administration doit agir dans le meilleur intérêt à long-terme de l'entreprise et être capable de dissocier cet intérêt de ceux que poursuivraient uniquement certains actionnaires. Parallèlement, le conseil d'administration doit être prêt à expliquer de tels choix aux actionnaires et aux marchés financiers. En outre, l'*American Bar Association* revient sur le thème polémique des rémunérations en soulignant que leur attribution et leur montant doivent s'inscrire dans une démarche de long-terme et ne pas être un facteur de prise de risque excessif.

15. Au-delà de ces acteurs de l'entreprise que sont les administrateurs et les actionnaires, l'ABA s'intéresse à l'action des régulateurs et des politiques. En plus d'insister sur la pertinence de ne pas céder au court-termisme et d'œuvrer dans une perspective de long-terme, le rapport encourage les autorités politiques à défendre un exercice responsable des pouvoirs des multiples acteurs composant les entreprises (actionnaires, investisseurs institutionnels, gestionnaires de portefeuilles, dirigeants). En ce sens, un système favorable de taxation pour encourager la conservation d'actions sur le long-

³⁸ Etude de 2003 citée par T. Clarke, « Finance, Law and Markets: The Institutional Elements of Corporate Governance », in *International Corporate Governance: A Comparative Approach*, Routledge, 2007, p.83, spéc. p.112.

³⁹ American Bar Association Section of Business Law, *op. cit.*, p.24.

terme ou, un renforcement des droits de vote des actionnaires, sont autant de pistes évoquées pour inciter ces derniers à faire, de leur investissement, un placement à long-terme. De même, l'ABA incite à un accroissement de la divulgation en matière de détention d'actions notamment dans le cas du prêt d'actions.

III - Synthèse : une évolution nécessaire mais contestée

16. Si ce rapport du groupe de travail n'a pas fait l'objet d'une approbation du conseil de l'*American Bar Association*, ce document illustre la réflexion profonde qui anime le paysage nord-américain du droit des sociétés et des marchés financiers⁴⁰. Le *Wall Street Journal* n'a-t-il pas écrit que l'économie avait besoin à l'heure actuelle d'une réforme de la gouvernance d'entreprise⁴¹ ?

17. La modification de l'équilibre des pouvoirs économiques (dont témoigne l'importance du marché et des investisseurs institutionnels dans le financement des sociétés) affecte la construction des règles à définir⁴². Une série de réformes américaines a été adoptée ou, est en cours de discussion, et porte sur des thèmes aussi divers que : la limitation des pouvoirs du conseil d'administration⁴³ et la mise en place d'un vote consultatif au profit des actionnaires⁴⁴ en matière de rémunération, la possibilité pour les actionnaires de proposer des administrateurs au moment de l'élection du conseil⁴⁵, la composition et le *leadership* du conseil d'administration⁴⁶, le renforcement de l'indépendance du comité de rémunération⁴⁷ ou encore, la création d'un comité des risques⁴⁸. En parallèle de ces initiatives

⁴⁰ Cette discussion américaine fait écho à celle qui se déroule à l'échelon international et qui appelle à une amélioration des pratiques du conseil d'administration et à un comportement proactif des actionnaires (OECD, « Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages », June 2009). Egalement : G. Kirkpatrick, « The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis », *Financial Market Trends*, 2009, OECD.

⁴¹ C. C. Icahn, « The Economy Needs Corporate Governance Reform », *Wall Street Journal*, January 23, 2009.

⁴² Le lien entre pouvoir économique et évolution du paysage juridique peut être trouvé dans la transposition récente de la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. La dénonciation de la grande illusion des actionnaires par Ripert s'inscrit dans un contexte différent, dans la mesure où les investisseurs institutionnels étaient encore peu présents (G. Ripert, « Aspects juridiques du capitalisme moderne », L.G.D.J., 2^{ème} éd., 1953, *spéc.* p.90 et s., n°38 et s.).

⁴³ « TARP Standards for Compensation and Corporate Governance », 74 Fed. Reg. 28394, June 15, 2009 (31 C.F.R. pt. 30) ; « Excessive Pay Shareholder Approval Act » (introduced May 7, 2009), S. 1006, 111th Cong., 2009 ; « Excessive Pay Capped Deduction Act of 2009 » (introduced May 7, 2009), S. 1007, 111th Cong., 2009 ; « Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009 » (introduced July 21, 2009), H.R. 3269, 111th Cong., 2009.

⁴⁴ Le *Wall Street and Consumer Protection Act of 2009* (« Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 », H.R. 4173, 111th Cong., 1st sess.) prévoit la mise en place d'un vote annuel consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants (Section 2002). Pour une présentation des initiatives européennes en ce domaine : G. A. Ferrarini, N. Moloney and M.-C. Ungureanu, « Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis », *ECGI Law Working Paper No. 126/2009*, August 2009, <http://ssrn.com/abstract=1418463>.

⁴⁵ En mai 2009, la SEC a annoncé la possibilité d'introduire une règle nouvelle donnant à des actionnaires détenant 1 % des actions d'une société de plus de 700 millions de dollars de capitalisation le droit d'accéder aux procurations envoyées aux actionnaires pour proposer un candidat à un poste d'administrateur (SEC, « SEC Votes to Propose Rule Amendments to Facilitate Rights of Shareholders to Nominate Directors », SEC Release 2009-116, June 18, 2009). Voir au niveau des propositions législatives : « Shareholder Empowerment Act of 2009 » (introduced June 12, 2009), H.R. 2861, 111th Cong., 2009 ; « Shareholder Bill of Rights Act of 2009 » (introduced May 19, 2009), S. 1074, 111th Cong., 2009.

⁴⁶ « Corporate Governance Reform Act of 2009 » (introduced July 21, 2009), H.R. 3272, 111th Cong., 2009.

⁴⁷ Le *Wall Street and Consumer Protection Act of 2009* (« Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 », H.R. 4173, 111th Cong., 1st sess.) impose que les membres du comité de rémunération soient indépendants ou, en l'absence d'un tel comité, que les administrateurs soient indépendants (Section 2003). Voir aussi : « Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009 » (introduced July 21, 2009), H.R. 3269, 111th Cong., 2009.

législatives, l'*Aspen Institute* a mis en lumière la nécessité de poursuivre la création d'une valeur à long-terme et de reconnaître les multiples constituants d'une entreprise⁴⁹.

18. Force est de constater que la position de l'ABA vient alimenter la discussion qui anime à l'heure actuelle la doctrine américaine à propos de la répartition du pouvoir au sein des sociétés par actions⁵⁰, discussion qui soulève des questionnements sur la performance des entreprises susceptible de résulter des choix opérés⁵¹. Si certains auteurs se montrent réservés sur la nécessité d'accroître les pouvoirs des actionnaires⁵² notamment en raison du comportement prudent adopté pendant longtemps par les investisseurs institutionnels⁵³, d'autres s'orientent en faveur d'un rééquilibrage des responsabilités et souhaitent développer le rôle des actionnaires⁵⁴. Illustrant la première opinion, le professeur Gomez note que le développement des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés à la fin des années 1990 ne s'est nullement accompagné d'une intention politique⁵⁵. Illustrant la seconde opinion, le professeur Lawrence Mitchell affirme que ce rôle des actionnaires est d'autant plus important que ces derniers sont les gardiens de l'intégrité du marché financier⁵⁶. *A minima*, le document de l'ABA donne corps au *corporate governance* de demain en encourageant un dialogue constructif entre dirigeants et investisseurs dans un objectif de long-terme, solution que certains appelaient de leurs

⁴⁸ « Corporate Governance Reform Act of 2009 » (introduced July 21, 2009), H.R. 3272, 111th Cong., 2009 ; « Shareholder Bill of Rights Act of 2009 » (introduced May 19, 2009), S. 1074, 111th Cong., 2009. Selon ces propositions, ce comité serait intégralement composé d'administrateurs indépendants.

⁴⁹ « Long-Term Valuation Creation: Guiding Principles for Corporations and Investors », *The Aspen Institute*, June 2007.

⁵⁰ Constatant une réduction du pouvoir du président directeur général ou, du directeur général, dans les entreprises cotées américaines depuis le début des années 2000 : M. Kahan and E. B. Rock, « Embattled CEOs », *ECGI Law Working Paper No. 116/2009*, October 3, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1281516>. Sur la modification de l'équilibre des pouvoirs dans les entreprises françaises : C. Hannoun, « L'équilibre des pouvoirs au sein des sociétés par actions », in *Le contrôle des entreprises : Evolution et perspectives*, C. Hannoun et B. Le Bars (dir.), L'Harmattan, 2007, p.15.

⁵¹ Des lectures récentes soulignent l'ambivalence du lien entre règles de gouvernance et performance des entreprises (L. E. Ribstein, « The Going-Private Phenomenon: Partnership Governance of Large Firms », *University Chicago Law Review*, 2009, Vol. 76, p.289, spéc. p.301 ; S. Bhagat et al., « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices », *Columbia Law Review*, 2008, Vol. 108, p.1803, spéc. p.1814 et s. ; J. F. Olson, « Reflections on a Visit to Leo Strine's Peaceable Kingdom », *Iowa Journal Corporation Law*, 2007, Vol. 33, p.73, spéc. p.76 ; S. Gillan and L. Starks, « The Evolution of Shareholder Activism in the United-States », *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, Vol. 19, p.55).

⁵² L. E. Mitchell, « The Legitimate Rights of Public Shareholders », *GWU Legal Studies Research Paper No. 461*, *GWU Law School Public Law Research Paper No. 461*, March 2009, <http://ssrn.com/abstract=1352025> ; M. Lipton and W. Savitt, « The Many Myths of Lucian Bebchuk », *Virginia Law Review*, 2007, Vol. 93, p.733 ; T. A. Gabaldon, « Like a Fish Needs A Bicycle: Public Corporations and Their Shareholders », *Maryland Law Review*, 2006, Vol. 65, p.538 ; L. A. Stout, « The Mythical Benefits of Shareholder Control », *Virginia Law Review*, 2007, Vol. 93, p.675 ; S. M. Bainbridge, « Director Primacy and Shareholder Disempowerment », *Harvard Law Review*, 2006, Vol. 119, p.1735.

⁵³ T. Clarke, *op. cit.*, p.120 et s.

⁵⁴ G. W. Dent, « The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism », *Delaware Journal of Corporate Law*, 2010, Vol. 35, n°1, <http://ssrn.com/abstract=1557356> ; L. A. Bebchuk, « Shareholder Rights and the DGCL », *Delaware Lawyer*, 2008, Vol. 26, p.16 ; L. E. Strine, *art. préc.* ; E. N. Veasey, « The Stockholder Franchise is Not a Myth: A Response To Professor Bebchuk », *Virginia Law Review*, 2007, Vol. 93, p.811 ; L. A. Bebchuk, « The Case for Increasing Shareholder Power », *Harvard Law Review*, 2005, Vol. 118, p.833. Favorable à un accroissement des pouvoirs des investisseurs institutionnels : L. Zingales, « The Future of Securities Regulation », *Working Paper No. 08-27*, Chicago Booth School of Business, January 29, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1319648>.

⁵⁵ P.-Y. Gomez, « Qui trace les frontières ? Une interprétation politique du gouvernement des entreprises contemporaines », in *Analyses et transformations de la firme : une approche pluridisciplinaire*, La Découverte, 2009, p.93, spéc. p.96.

⁵⁶ L. E. Mitchell, « The "innocent shareholder": an essay on compensation and deterrence in securities class-action lawsuits », *Wisconsin Law Review*, 2009, Vol. 4, n°7, p.243, spéc. p.293.

vœux dès 1997⁵⁷. Malgré les arguments avancés par les opposants au renforcement de la place des actionnaires, ces derniers se heurtent à une interrogation : si les actionnaires n'exerçaient pas de contrôle, qui serait en mesure de le faire⁵⁸ ?

19. Enfin, le rapport de l'*American Bar Association* a le mérite de souligner un point qui n'est pas toujours appréhendé par la littérature sur le gouvernement d'entreprise : celui des conflits d'intérêts potentiels entre actionnaires⁵⁹. En lieu et place du conflit d'intérêts longtemps centré sur la relation entre actionnaires et dirigeants, l'analyse glisse vers le conflit d'intérêt entre actionnaires de même nature (investisseurs institutionnels)⁶⁰ et vient supplanter le conflit entre majoritaires et minoritaires qui a été une première évolution. Or, la réflexion sur ce conflit d'intérêts est loin d'être aboutie et le document de l'ABA appelle à l'intensifier. Alors que la démocratie actionnariale est au cœur de nombre de discussions aux Etats-Unis (mais aussi en Europe⁶¹), celle-ci ne doit pas faire oublier qu'elle est elle-même porteuse de risques qu'il convient de maîtriser.

20. N'est-ce pas au prix des éléments contenus dans ce rapport que les sociétés par actions pourront se positionner « *ultimately for the benefit of society at large* » ? ... Démarche plus que jamais nécessaire pour apporter une réponse pertinente à la crise financière que traverse l'économie mondiale⁶².

⁵⁷ S. L'Hélias, « Le retour de l'actionnaire : Pratiques du *corporate governance* en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne », Gualino éditeur, 1997, *spéc.*, p.181.

⁵⁸ J. Charkham and A. Simpson, « Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility », Oxford University Press, 1999, *spéc.* p.244.

⁵⁹ OECD, « Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages », *op. cit.*, p.52 ; I. Anabtawi, *art. préc.*, p.564 et s. Voir la typologie proposée par Messieurs Beffa et Ragot : J.-L. Beffa et X. Ragot, « L'enjeu de l'actionnariat des grandes entreprises cotées en France », in *A quoi servent les actionnaires*, J.-P. Touffut (dir.), Albin Michel, 2009, p.47, *spéc.* p.51.

⁶⁰ Certains investisseurs institutionnels se heurtent, au plan individuel, à des conflits d'intérêts. Tel est le cas des fonds commun de placement (J. S. Taub, « Able But Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights », *Journal of Corporation Law*, 2009, Vol. 34, n°3, <http://ssrn.com/abstract=1066831>. A propos des situations françaises et européennes : I. Riassetto et M. Storck, « Sociétés de gestion de portefeuille et conflits d'intérêts », *Bull. Joly Bourse*, novembre-décembre 2008, p.591 ; F. Bussière, « Conflits d'intérêts et gestion d'OPCVM », *Journal des sociétés*, février 2009, n°62, p.30). De manière plus globale, le professeur Gomez note qu'il y a de multiples motivations qui animent les actionnaires (P.-Y. Gomez, « La République des actionnaires », *La Découverte & Syros*, 2001, *spéc.* p.105).

⁶¹ A propos de ce caractère international : M. M. Siems, « Convergence in Shareholder Law », Cambridge University Press, 2008.

⁶² N. Dimitrijevic, « Le devoir de vigilance des investisseurs institutionnels », *La Lettre de l'AFGE*, décembre 2008/janvier 2009, n°20, p.12. Pour cet auteur, le principe de responsabilité qu'il faut ancrer dans la culture des acteurs de marchés incombe aux investisseurs institutionnels.