

Table des matières

INTRODUCTION.....	5
Titre 1 : Les stratégies intrinsèques à l'action instaurant une disproportion entre le pouvoir et la participation	16
Chapitre Préliminaire : Définition des actions de préférence et des types de disproportion liés à leur émission	16
Chapitre 1 : Les effets multiplicateurs de l'action sur le pouvoir de l'actionnaire	18
Section 1 : Une multiplication avérée du pouvoir par rapport à l'apport en capital.....	19
A/ Les actions à droit de vote double	19
B/ Les actions à droit de vote plural	21
C/ Les golden shares, l'assurance d'une hégémonie sans partage.....	22
Section 2 : Une multiplication potentielle du pouvoir par rapport à l'apport en capital : les valeurs mobilières composées.....	23
Chapitre 2 : Les effets réducteurs de l'action sur le pouvoir de l'actionnaire.....	24
Section 1 : Les dispositifs légaux de réduction du pouvoir des actionnaires	25
A/ Les actions sans droit de vote pour une prise de risque sans contrepartie décisionnelle.....	25
B/ Les actions reflets ou traçantes offrant un pouvoir cloisonné	27
C/ Le droit de vote à éclipse délivrant un pouvoir segmenté	28
Section 2 : Les dispositifs statutaires de réduction du pouvoir des actionnaires.....	29
A/ Le plafonnement du droit de vote, une réduction permanente du pouvoir de l'actionnaire	29
B/ La clause de stage, une réduction éphémère du pouvoir de l'actionnaire	29
Titre 2 : Les stratégies extrinsèques à l'action instaurant une déconnexion du pouvoir et de la participation.....	31
Chapitre 1 : Les possibles déconnexions du pouvoir et de la participation à raison de la loi... 31	31
Section 1 : Les déconnexions prévues par le droit de propriété	31
A/ Le démembrement de la propriété de l'action au service d'une déconnexion entre pouvoir et propriété	31
B/ La location des droits sociaux, une augmentation provisoire du pouvoir de l'actionnaire.....	33
C/ Le mécanisme de la pension autorisant une prise de participation accrue tout en limitant la prise de risque	34
Section 2 : Les déconnexions prévues par le droit des sociétés et le droit financier	35
A/ L'influence des quorums et des majorités requises dans la prise de pouvoir des sociétés.....	35
§ 1 : Des mécanismes de légitimisation des décisions aux effets limités	35
§ 2 : L'emploi de ces limitations aux fins d'une prise de contrôle multiple	37

§3 Les pactes d'actionnaires paralysant la connexion entre pouvoir et participation	38
B/ L'encadrement de la prise de pouvoir par des actionnaires "agressifs"	39
§1 : Le mécanisme défensif des marchés financiers : les franchissements de seuils.....	39
§2 : Les moyens de défense des actionnaires minoritaires à la portée limitée	41
Chapitre 2 : Les discutables déconnexions du pouvoir et de la participation à raison de la personne de l'actionnaire ou de son mandant.....	43
Section 1 : La polémique de l'hégémonie de l'Etat actionnaire.....	43
A/ Un maintien systématique du droit de vote double	44
B/ Un usage de la golden share réglementé par la Cour de Justice de l'Union Européenne.....	45
Section 2 : L'influence déséquilibrée de l'actionnariat salarial par rapport à sa participation capitalistique.....	47
A/ Les prérogatives extraordinaires de l'actionnariat salarié	48
B/ Un dispositif d'émission particulier conditionnant l'accès au capital	50
Section 3 : Le cas particulier des <i>proxy advisors</i> , les sociétés cotées aux mains de non-actionnaires ?	52
CONCLUSION	55

INTRODUCTION

L'article L. 225-122 du Code de commerce consacre en droit français le principe dit « de proportionnalité » entre action et droit de vote. Largement reconnu en Europe et dans les pays de l'OCDE,¹ il demeure l'un des piliers du droit des sociétés et est la base de l'égalité des rapports entre actionnaires.

Pour autant, ce principe n'a jamais été présenté comme absolu et à l'instar de l'article L. 225-122 précité, de nombreux Etats ont prévu au sein de leur législation des mécanismes qui permettent d'y déroger.

La Commission européenne avait pourtant tenté de l'imposer au niveau communautaire suite aux recommandations du « Groupe Winter » du 10 janvier 2002, prônant un strict respect du principe « une action une voix », émanation du principe de proportionnalité. Mais les Etats européens ont toujours présenté une vive opposition à ce projet et la Commission européenne a par conséquent dû se résigner à adopter une unique recommandation à la fin de l'année 2007.

Les actionnaires peuvent alors utiliser différentes dérogations au principe de proportionnalité afin de contrôler leur société ou de renforcer leur influence en investissant une part réduite de capitaux. Le rapport de gestion au titre de l'exercice 2014 de la société LVMH révèle ainsi que le groupe familial Arnault possède 46,57% du capital de la société et totalise 62,59 % des droits de vote. Ce phénomène se retrouve également dans la société Bouygues dont les parts sociales appartiennent à 20,9 % à la Société SCDM (société contrôlée par Messieurs Martin et Olivier Bouygues) et 23,3 % à l'actionnariat salarié, alors que ces actionnaires possèdent respectivement 27,3 % et 30,6 % des droits de vote de la société.²

Ce mémoire a pour but de présenter les conséquences aussi bien juridiques qu'économiques liées à l'emploi des stratégies offertes aux actionnaires de sociétés cotées afin de leur

¹ OCDE, Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle : vue d'ensemble et question à débattre, décembre 2007, p.7.

² Voir annexes n°1 et n°4.

permettre de renforcer leur pouvoir tout en minimisant leurs investissements. Il envisagera également, lorsque cela s'avèrera pertinent, un comparatif entre les moyens employés pour atteindre cet objectif en droit français et en droit de common-law³.

I) Définition des termes du sujet

Le principe dit de « proportionnalité »

Ce principe est à la base de la démocratie actionnariale. L'actionnaire, se définissant comme le propriétaire de titres sociaux, obtient autant de voix qu'il possède de parts dans la société. En France, ce principe est appréhendé à l'article L. 225-122 du Code de commerce qui dispose « *Sous réserve des dispositions des articles L. 225-10, L. 225-123, L. 225-124, L. 225-125 et L. 225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite* ». Ainsi et selon ce principe, à capital égal entre deux actionnaires, leur droit de vote doit également être égal.

Au Royaume-Uni, l'article 32 du Dunham Bridge Act de 1994 sacralise clairement le principe de proportionnalité en énonçant que « *at all meetings of the Company every holder of ordinary shares shall be entitled to one vote for each share held by him* ». Quant aux Etats-Unis, ce fut la Securities and Exchange Commission qui institua ce même principe à travers la règle 19c-4.

La Commission européenne s'est montrée très favorable à ce principe. Suivant sa politique de libre circulation des capitaux, l'adoption de la directive OPA de 2003 devait permettre de réduire les possibilités de défenses anti offre publique d'achat (OPA). Cela explique son hostilité aux systèmes dérogeant au principe de proportionnalité.

De plus le principe de proportionnalité doit permettre de protéger les actionnaires minoritaires contre l'apparition d'une trop grande disproportion entre droit de vote et participation au capital. Les actionnaires majoritaires, dans cette configuration, pourraient

³ Ce mémoire s'attachera plus particulièrement au droit anglais et aux différents droits rencontrés aux Etat-Unis.

avoir des intérêts trop divergents des intérêts des actionnaires minoritaires et pouvant amener à l'expropriation effective de ces derniers.⁴

Il apparaît en outre légitime que les droits de vote soient attribués à proportion de la quotité d'actions possédées, et donc de l'investissement effectué. Ainsi un actionnaire ayant fait un lourd investissement doit se voir conférer un pouvoir politique en rapport avec le risque pris.

Ces divers éléments n'ont pourtant pas empêché les Etats qui reconnaissent le principe de proportionnalité de mettre également en place, et dans différentes mesures, certaines exceptions à celui-ci pour des raisons tenant notamment au protectionnisme ou à la stabilité actionnariale.⁵ Ces mesures viennent également affirmer la préséance de la liberté contractuelle, au cœur de l'économie de marché⁶ et renforcer la position des actionnaires actifs, leur donnant les moyens d'assumer le contrôle effectif de la société.

Les effets économiques de ce principe de proportionnalité sont également discutés. Ainsi, les investisseurs institutionnels sont globalement réticents à investir au sein de sociétés ayant des dispositifs permettant de renforcer le contrôle des actionnaires existants et ne sont prêts à le faire qu'au prix d'une décote représentant le risque attaché à cette disproportionnalité. Dans le même temps, certaines sociétés ne se sont ouvertes à l'investissement étranger qu'à condition de pouvoir bénéficier de ces mécanismes de protection.⁷

Il est alors nécessaire de préciser les différentes exceptions à ce principe de proportionnalité ainsi que leur portée et d'appréhender les différentes notions liant le droit de vote à l'action, à commencer par le principe d'égalité entre les actionnaires.

Le principe d'égalité entre les actionnaires

Pour certains auteurs il semble clair que « *notre droit contemporain des sociétés s'inspire (...) bien d'un principe d'égalité* ». ⁸

⁴ OCDE, Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, op. cit., p. 7 et p.12.

⁵ V. de Beaufort, One share-One vote, le nouveau Saint Graal, centre de recherche de l'ESSEC, décembre 2006.

⁶ OCDE, Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, op. cit., p. 8.

⁷ E. Ginglinger, une action = une voix, faut-il tendre vers une démocratie actionnariale ?, option finance n°994, 8 septembre 2008, p. 50.

⁸ J. Mestre, L'égalité en droit des sociétés (aspect en droit interne), Rev. Société 1989, p399 et s., spéc. p. 400.

Ce principe fait aujourd'hui l'objet d'une obligation légale se déduisant de l'article L. 225-204 du Code de commerce applicable en matière de réduction de capital.

Pour la doctrine, ce principe s'entend de ce que « *tous les actionnaires se situant dans la même situation doivent jouir des mêmes droits et répondre aux mêmes obligations* »⁹ ou encore que « *toutes les actions ou parts sociales confèrent aux associés les mêmes prérogatives.* »¹⁰

Ce principe ne s'applique pas simplement à l'opération de réduction de capital prévue à l'article L.225-204 précité. En effet, il a vocation à s'appliquer à l'encadrement des conventions réglementées, au délit d'initié, à l'obligation de mettre en place une corrélation entre l'apport en capital des associés et le partage des bénéfices ainsi que la contribution aux pertes (article 1843-2 du Code civil) et enfin, au principe de proportionnalité entre participation au capital et droit de vote.¹¹

Comme il sera vu dans ce mémoire, ce principe d'égalité est remis en cause par différentes exceptions à la proportionnalité entre la participation au capital et la détention des droits de vote. Il convient d'appréhender ce que recouvre cette dernière notion et le lien qu'elle entretient avec le pouvoir au sein d'une société.

La notion de droit de vote et de pouvoir politique au sein de la société

Le droit de vote est tout d'abord défini comme « *un droit individuel d'un actionnaire.* »¹² Il est parfois reconnu comme un droit-fonction puisque exercé dans l'intérêt de la société bien que cette appellation soit remise en cause au vue de l'absentéisme généralisé reconnu dans la plupart des assemblées générales.

Le droit de vote est la contrepartie accordée à l'actionnaire à son entrée au capital et donc au risque qui en résulte. En effet, plus un actionnaire effectue un investissement important au sein de la société, plus son patrimoine s'affaiblit au profit de cette dernière. La santé économique de l'actionnaire se retrouve liée à celle de la société. Le droit de vote s'analyse

⁹ A. Steichen, Précis de droit des sociétés, Ed. Saint-Paul, 2014, point 270.

¹⁰ Y. De Cordt, L'égalité entre actionnaires : mythe ou réalité ?, Ann. Dr Louvain, vol 63, 2003, point 285.

¹¹ S. Schiller, Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés les connexions radicales, LGDJ, 2002, p.61.

¹² M. Germain et V. Magnier, Traité de droit commercial, G. Ripert et R. Roblot, Tome 1 Volume 2 19^e édition, LGDJ, 2009, p. 411.

alors comme le moyen de défendre le patrimoine de l'actionnaire au sein de la société.¹³ Ce moyen de défense peut être renforcé ou au contraire limité en cas de disproportionnalité ou de déconnexion entre le pouvoir et l'apport en capital de l'actionnaire.

Il est également la garantie des droits pécuniaires de l'actionnaire et permet la participation à la vie sociale. Le droit de vote, normalement réservé à l'actionnaire, est la contrepartie de sa participation économique lui permettant de déterminer les choix qui influenceront la valeur de ses actions.¹⁴

Ainsi les actionnaires réunis en assemblée générale ordinaire exercent leur droit de vote afin d'élire et révoquer les membres du conseil d'administration, eux-mêmes chargés d'élire le directeur général à la tête de l'exécutif de la société. Un actionnaire peut donc, par son droit de vote, influencer indirectement sur la direction de la société.¹⁵

Les actionnaires, réunis en assemblée, approuvent également les comptes de la société¹⁶, avalisent les conventions réglementées et peuvent décider du partage du bénéfice sous forme de dividendes ou au contraire de sa mise en réserve.

Au droit de vote est de plus attaché le droit de déposer des projets de résolutions lorsque l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires intéressés dépassent 5% du capital social¹⁷. Un actionnaire peut donc ici amener l'assemblée à voter sur une résolution mise à l'ordre du jour que le conseil d'administration ne souhaitait pas forcément voir inscrite et qui, si elle est votée, s'imposera tout de même.

Le droit de vote permet à l'associé de participer aux assemblées générales extraordinaires. Les décisions prises dans ce cadre changent plus fondamentalement la société par la modification de ses statuts.¹⁸ L'objet social peut être alors modifié, ainsi que la dénomination, le montant du capital, les modalités de partage des bénéfices et les dispositions se rapportant à la direction de la société (mode de nomination et durée du mandat par exemple).

¹³ S. Schiller, op cit.,p. 63.

¹⁴ F. Leplat, B. Dondero, L. El Badawi, Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement, Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risque financier (Empty voting et hidden ownership), 2013, p. 13.

¹⁵ Articles L. 225- 18 et L. 225-105 du Code de commerce.

¹⁶ Articles L. 225-100 et suivants du Code de commerce.

¹⁷ Article L. 225-105 du Code de commerce.

¹⁸ Article L. 225-96 du Code de commerce.

Enfin, une certaine valeur est accordée au droit de vote. Cette valeur peut être représentée concrètement, par la différence entre la valeur de bourse évaluée par le marché de deux catégories d'actions émises par une même société, l'une à laquelle est attaché un droit de vote et l'autre qui en est dépourvue. Mais la valeur d'une action peut aussi relever d'éléments plus contextuels. Ainsi la valeur du droit de vote attachée à une action déterminante, et par conséquent la valeur de l'action elle-même, peut être estimée au regard de son potentiel à faire entériner par l'assemblée une résolution ou au contraire à la faire rejeter dans le cas de figure où différentes coalitions d'actionnaires aux intérêts divergents se mettent en place.¹⁹

Le droit de vote confère un réel pouvoir politique et économique aux actionnaires et est un enjeu crucial pour quiconque souhaiterait obtenir le contrôle de la société.

Toutefois, il est nécessaire de comprendre que ce pouvoir n'est remis entre les mains des actionnaires qu'en échange de la participation qu'ils prennent dans la société et en principe, à proportion du risque pris en faisant cet investissement.

La connexion entre le pouvoir et le risque

Le pouvoir se définit comme une « *prérogative exprimant une volonté pure et il renvoie aux notions de liberté et d'action* ». ²⁰ Ainsi dans le cas d'une société, les associés majoritaires peuvent imposer leurs décisions (dans la limite de l'abus de majorité et des décisions devant être prise à l'unanimité ou devant s'affranchir d'une minorité de blocage) et en cela possèdent le pouvoir.

Le pouvoir recouvre, selon Monsieur Emmanuel Gaillard²¹, plusieurs définitions suivant le droit auquel il s'attache. Ainsi le droit de créance se définit comme « *le pouvoir d'exiger d'une personne déterminée l'exécution d'une certaine prestation* »²² tandis que le droit de propriété s'entend du « *pouvoir d'une personne sur une chose.* »

¹⁹ J. Hamon, op. cit., pp. 199-201.

²⁰ S. Schiller, op cit.,p. 190.

²¹ E. Gaillard, Le pouvoir en droit privé, Economica, 1985.

²² Ghestin et Goubeaux, Traité de droits civil, t. 1 Introduction générale, 2^{ème} éd, 1984, n°191.

En droit des sociétés, le pouvoir de l'actionnaire se matérialise par l'usage qu'il fait de son droit de vote en assemblée et par les décisions qu'il est capable d'imposer.

Aux termes de l'article 1832 alinéa 4 « *les associés s'engagent à contribuer aux pertes* ». Cet article est le fondement du risque financier que prennent les associés.

Un actionnaire d'une société cotée, en plus de devoir répondre des dettes sociales, subit la possible dévaluation de la valeur de ses actions au cours de la vie sociale. Ainsi, l'actionnaire subit les conséquences financières des décisions prises par les organes de direction de la société et également celles des assemblées d'actionnaires.

C'est par son apport en capital et le risque de voir son investissement périr que l'actionnaire légitimise son pouvoir de voter en assemblée. Ce pouvoir est en principe proportionnel au montant de l'investissement et donc au risque encouru.²³

Dans le cadre d'une forme de société où la responsabilité des actionnaires est limitée à leurs apports, le respect du lien entre pouvoir et participation se fait alors par l'usage du principe majoritaire afin de permettre des prises de décision efficaces.²⁴

Le principe majoritaire

La loi prévoit les conditions dans lesquelles une décision peut être valablement prise par les associés réunis en assemblée générale ordinaire ou extraordinaire.

Ainsi, quelle que soit l'assemblée en cause, une décision ne peut être prise que si un nombre suffisant de voix sont déclarées en sa faveur. Ce nombre doit être supérieur ou égal à la majorité requise par la loi.

Ce principe majoritaire légitime le contrôle de la société. La loi de la majorité « *signifie que la volonté exprimée par le plus grand nombre au sein d'un groupe devient la loi des membres de ce groupe* »²⁵, et ce peu importe l'abstentionnisme et les votes d'opposition.

²³ S. Schiller, op cit.,p 332.

²⁴ S. Schiller, op cit.,p 257.

Le principe majoritaire a pour effet de voir la volonté de la majorité se transformer en la loi du groupe. Mais l'usage du système démocratique ne permet, en droit des sociétés, que d'assurer la domination des actionnaires majoritaires ayant une politique de vote active. En effet l'assemblée générale n'est souvent que très peu représentative de la masse de ses actionnaires.²⁶

Cela est dû au fort taux d'abstention que connaissent ces assemblées. Cette situation frappe avant tout les sociétés multinationales dont les actions sont disséminées entre de nombreux actionnaires à travers le monde.

Ainsi les engagements des actionnaires dans la société varient amplement. Il existe des actionnaires très actifs qui souhaitent participer au vote alors que d'autres se comportent comme de simples rentiers sans jamais prendre part aux décisions.²⁷

Ce phénomène n'est pas nouveau, en 1932 on pouvait déjà lire « *qu'il n'est pas rare, en pratique, que des résolutions très importantes soient adoptées à une majorité représentant à peine plus de dix pour cent du capital social* » et on s'alarmait de plus qu' « *une minorité agissante puisse renverser le conseil par un vote de surprise* » permettant « *de prendre en main la direction de l'entreprise à l'insu du plus grand nombre des actionnaires qui, se désintéressant de leur rôle d'associés, se sont abstenus d'assister à l'assemblée.* » Ainsi, des groupes pouvaient obtenir une majorité à l'assemblée et prendre le contrôle de la société avec une infime minorité du capital social.²⁸

Pour une partie de la doctrine « *la majorité aujourd'hui ne représente qu'un petit nombre, et impose sa loi au plus grand nombre.* »²⁹ L'application de ce système a pour conséquence de voir le pouvoir des minoritaires purement et simplement supprimé.³⁰

²⁵ D. Schmidt, Fondement historiques et philosophiques de la loi de la majorité, Exposé introductif, colloque Deauville, RJcom, n°spéc. nov. 1991, p. 7.

²⁶ G. Goffaux-Callebaut, Du contrat en droit des sociétés, Essai sur le contrat instrument d'adaptation du droit des sociétés, Collection Presses Universitaires de Sceaux, L'Harmattan, 2008, point 205.

²⁷ S. Schiller, op cit.,p. 263.

²⁸ J.Guimont, Les remèdes contre l'abstentionnisme des actionnaires aux assemblées générales, thèse pour le doctorat présentée le 1^{er} mars 1932, p. 13.

²⁹ D. Schmidt, Les droits de la minorité dans la société anonyme, Bid. dr. com., t. 21, Sirey, 1970, p 13.

³⁰ S. Schiller, op cit.,p. 262.

La théorie de l'actionnaire passif s'est alors développée à partir de ce constat. Les actionnaires indifférents au sort de la société dans laquelle ils ont investi ne jouiront d'aucun pouvoir et les décisions seront laissées aux seuls majoritaires.³¹

Mais dans ce cas, si le pouvoir effectif des associés minoritaires n'existe plus, alors leur risque économique défini ci-dessus devient du même coup disproportionné. On aperçoit alors une première déconnexion entre participation au capital et pouvoir en assemblée.

Ainsi, les actionnaires disposent en principe d'un droit de vote proportionnel à leur apport en capital et les décisions sont prises à la majorité des votes émis par les actionnaires présents ou représentés, sauf lorsque la décision porte sur certains points cruciaux comme l'augmentation des obligations des actionnaires ou le transfert du siège social à l'étranger où l'unanimité est requise.³²

Une fois qu'une majorité a été définie au sein de l'assemblée, il est enfin nécessaire de mettre en exergue l'étendue du contrôle ainsi acquis par ces actionnaires majoritaires.

La notion de contrôle

Le contrôle peut être défini à la fois comme l'« *action de contrôler, de surveiller quelqu'un ou quelque chose* », le « *fait de contrôler quelque chose, un pays, un groupe, son comportement* » et comme le « *fait d'avoir sur eux un pouvoir, une maîtrise* ». ³³

Le terme de contrôle peut s'avérer ambigu. Il recouvre en effet deux sens principaux en droit des sociétés : le contrôle-surveillance et le contrôle-maîtrise.³⁴ Il peut alors être défini comme étant « *la possibilité pour une société de déterminer directement ou indirectement, en raison de droits, ou de contrats, la politique générale d'une autre société* ». ³⁵

La loi Delors prévoyait dans son article 355-1 une présomption de contrôle dans le cas où une société détenait, au sein d'une autre société, « *une fraction des droits de vote supérieure à 40*

³¹ S. Schiller, op cit.,p. 270.

³² S. Schiller, op cit.,p. 262.

³³ Petit Larousse illustré, voir définition du contrôle.

³⁴ Laure Brunouw, L'exercice du contrôle dans les sociétés anonymes, Lille II, Université du droit et de la santé, école doctorale n°74, 2003.

³⁵ G. CORNU, Vocabulaire juridique, Association H. Capitant / PUF, 2000.

*% et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne ».*³⁶

Ainsi, « dans les sociétés anonymes qui sont gouvernées par la loi de la majorité en assemblée, il est logique de considérer que le « contrôle » appartient aux actionnaires majoritaires ».³⁷ Le contrôle d'une société serait alors exercé « lorsque la personne dispose, directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à la minorité de blocage et qu'aucun associé ou actionnaire ne détient, directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne ».³⁸

Le contrôle de la société et sa surveillance sont alors dans les mains du seul groupe majoritaire, quand bien même celui-ci ne posséderait qu'une part minimale du capital, et donc porterait sur ses épaules un risque économique déconnecté de l'étendue de ses pouvoirs.

Ce phénomène est depuis peu théorisé sous les qualifications d'« *empty voting* » et de « *hidden ownership* ».

L'empty voting, l'hidden ownership et le découplage

L'« empty voting » peut être défini comme une situation dans la quelle « *le pouvoir de l'actionnaire excède son exposition économique au risque* ». A l'inverse, l'« hidden ownership » décrit l'hypothèse où l'actionnaire voit son risque économique excéder le pouvoir de vote à sa disposition.³⁹ Il en va ainsi de certains actionnaires propriétaires d'action de préférence limitant leur pouvoir au sein de la société.

Il résulte de ces deux situations un « découplage », une déconnexion entre le risque et le droit de vote. L'« empty voting », en permettant à un actionnaire de ne pas assumer les

³⁶ Article 355-1 de la loi Loi n°85-705 du 12 juillet 1985 abrogée par l'Ordonnance 2000-912 2000-09-18.

³⁷ Frank Martin Laprade, Concert et contrôle - Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés, Joly Editions, p. 16.

³⁸ Instruction du 2 mai 1989, 4 H-3-89, commentant les dispositions de l'article 223-B, alinéa 7 du Code général des Impôts.

³⁹ H.T.hu, B. Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, numéro, janvier 2008, p.624.

conséquences économiques de son vote, remet en question la théorie française du contrat de société.⁴⁰

II) Les problématiques soulevées par la prise de pouvoir

Le désintérêt que porte une partie des actionnaires à la gestion de leur société, les modalités de prise de décision en assemblée, les dérogations légales ou conventionnelles au principe dit « de proportionnalité » entre participation au capital et droit de vote, ouvrent de nouvelles perspectives aux investisseurs et actionnaires afin de prendre le contrôle d'une société à moindres frais, ou de s'assurer tout du moins de la stabilité de leur pouvoir.

Quels sont, dans les sociétés cotées, les effets nés des stratégies visant à dissocier le pouvoir de l'actionnaire de sa participation au capital ?

Les actionnaires peuvent utiliser des stratégies portant sur les qualités intrinsèques des actions émises par leur société afin de créer une disproportion entre leur pouvoir et leur participation réelle (Titre 1). Dans un second temps, il est possible d'observer le développement d'autres formes de stratégies cette fois-ci basées sur des éléments extrinsèques à l'action et ayant pour effet de déconnecter le pouvoir de la participation (Titre 2).

⁴⁰ F. Leplat, B. Dondero, L. El Badawi, op. cit., p. 6.

Titre 1 : Les stratégies intrinsèques à l'action instaurant une disproportion entre le pouvoir et la participation

Un associé peut utiliser les qualités des actions de préférence de deux façons afin de modifier la répartition du pouvoir au sein de la société. Dans un premier temps, il peut modifier leur qualité afin de démultiplier son propre pouvoir (Chapitre 1). Mais il peut également employer des actions dans le but de réduire le pouvoir des autres associés et s'assurer ainsi le contrôle de la société (Chapitre 2). Avant de mettre en exergue ces deux emplois de l'action, il conviendra de présenter de façon plus générale les actions de préférence (Chapitre Préliminaire).

Chapitre Préliminaire : Définition des actions de préférence et des types de disproportion liés à leur émission

L'action de préférence, appelée avant 2004, action de priorité donne à son propriétaire des droits dont sont dépourvus les autres actionnaires.

L'ordonnance du 24 juin 2004 a introduit les articles L. 228-11 à L. 228-20 au sein du Code de commerce et mis en place le régime des actions de préférence en référence au « preferred shares » existantes aux Etats-Unis. Mais ce fut la loi du 14 décembre 1985 qui autorisa les sociétés anonymes à « *émettre toute catégorie de valeurs mobilières donnant droit par conversion, échange, remboursement, d'un bon ou tout autre manière, à l'attribution de titres* » représentant une part du capital social.

Dans les pays de droit de common law, la possibilité de mettre en place des actions de préférence a été autorisée beaucoup plus tôt. Ainsi l'Etat de New York autorisait déjà la mise en place d'actions sans droit de vote à dividendes prioritaires en 1855.⁴¹

Le terme de « préférence » doit être apprécié au sens large car l'action en question peut aussi bien inclure des avantages particuliers que des restrictions. Ainsi une société peut tout à fait

⁴¹ E. Grimaux, L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français, Bibliothèque de droit de l'entreprise, 2004, Point 339.

émettre des actions de préférence à droits négatifs.⁴² Dans tous les cas, une action de préférence modifie les qualités intrinsèques de l'action.

L'article L. 228-11 du Code de commerce précise ainsi que « *lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent.* » Ces actions offrent donc la possibilité de modifier les droits attachés à une action commune, dont nous verrons par la suite les différentes applications.

Ces actions de préférences peuvent être créées, soit à l'occasion de la création de la société et sont alors prévues dans les statuts originels, soit au cours la vie de celle-ci ou lors d'une augmentation de capital par exemple. L'instauration d'actions de préférence suppose dans ce cas une décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires afin de modifier les statuts en ce sens.⁴³

L'article L. 228-15 du Code de commerce précise de plus le régime permettant de mettre en place ces actions de préférence. Ainsi, « *les titulaires d'actions devant être converties en actions de préférence de la catégorie à créer ne peuvent, à peine de nullité de la délibération, prendre part au vote sur la création de cette catégorie et les actions qu'ils détiennent ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité, à moins que l'ensemble des actions ne fassent l'objet d'une conversion en actions de préférence.* » Il faut comprendre qu'un actionnaire, même majoritaire, voulant renforcer son pouvoir en s'attribuant des actions de préférence ne pourra en réalité se les conférer directement et devra composer avec les autres actionnaires qui ne profiteront pas de cette conversion.

Une deuxième limitation à l'emploi des actions de préférence est l'ordre public. Ainsi une action de préférence ne peut entraîner une situation où un associé serait totalement privé des bénéfices de la société ou ne devrait plus participer aux pertes en vertu de l'interdiction des clauses léonines.⁴⁴

⁴² Loi n°2008-776 du 4 août 2008.

⁴³ M. Germain et V. Magnier, op. cit., p. 357 et s.

⁴⁴ Article 1844-1 du Code civil.

Suite à la création des actions de préférence, celles-ci peuvent soit rester en l'état soit être rachetées par la société puis être annulées ou converties en actions ordinaires ou en une autre forme d'action de préférence.⁴⁵

De plus, la modification des droits des actionnaires propriétaires des actions de préférence ne peut être réalisée simplement par une décision prise par une assemblée générale. Les actionnaires titulaires d'actions de préférence de même catégorie sont ainsi réunis dans une assemblée spéciale qui a pour objet d'approuver les modifications apportées aux actions de ses membres. Si l'aval de cette assemblée spéciale n'est pas obtenu, alors la modification des actions de préférence ne peut être effectuée.⁴⁶ Cela procure aux détenteurs d'actions de préférence une protection de leurs droits et l'assurance de ne pas voir cette prérogative remise en cause sans leur consentement exprès.

Les stratégies utilisées par les actionnaires liées aux qualités intrinsèques des actions ont un effet principalement quantitatif sur les pouvoirs des actionnaires.

Les actions de préférence peuvent ainsi démultiplier les droits attachés aux actions, ou au contraire entraîner leur diminution, que ces droits soient d'ordre politique ou pécuniaire. Notre étude se concentrera sur les modifications des droits de vote liés à ces actions de préférence en commençant par celles qui octroient un surplus de pouvoir à celui qui les détient.

Chapitre 1 : Les effets multiplicateurs de l'action sur le pouvoir de l'actionnaire

Le choix de la stratégie de l'actionnaire portant sur des qualités intrinsèques de l'action a des conséquences sur l'intensité des effets de la démultiplication créée. Ainsi certaines actions donneront lieu à une multiplication avérée du pouvoir de l'actionnaire par rapport à son apport en capital (Section 1). Dans un second temps, une multiplication potentielle du pouvoir de l'actionnaire peut être observée grâce à l'emploi des valeurs mobilières composées (Section 2).

⁴⁵ Article L. 228-14 du Code de commerce.

⁴⁶ Article L. 225-99 du Code de commerce.

Section 1 : Une multiplication avérée du pouvoir par rapport à l'apport en capital

Un actionnaire a à sa disposition plusieurs formes d'action lui permettant d'augmenter son pouvoir politique au sein d'une société sans prendre à sa charge, le risque correspondant. Ainsi, le droit de vote attaché à des actions peut être démultiplié par l'emploi d'actions à droit de vote double (Paragraphe A) ou d'actions à droit de vote plural (Paragraphe B). Certaines actions accordent enfin un droit de véto hors de toute corrélation avec la participation au capital de l'actionnaire : la golden share (Paragraphe C).

A/ Les actions à droit de vote double

Le régime des actions à droit de vote double est régi, pour les sociétés anonymes, à l'article L. 225-123 du Code de commerce dont les premier et dernier alinéas sont rédigés comme suit :

« Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire. (...) »

Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire (...). »

Ainsi deux régimes se détachent de l'application de cet article suivant que la société soit cotée ou non.

Si la société n'est pas cotée, les statuts de la société pourront prévoir cet aménagement qui touchera toutes les actions inscrites au nominatif depuis deux ans au nom du même actionnaire. La durée de deux ans peut être augmentée mais pas diminuée.

A l'inverse, si la société est cotée, le nouveau régime issu de la loi 2014-384 du 29 mars 2014 (dite « loi Florange ») a pour effet de conférer automatiquement, à tout actionnaire ayant ses actions inscrites au nominatif, un droit de vote double après une durée de deux années de détention. Cet automatisme renforce le pouvoir des anciens actionnaires par rapport aux

nouveaux investisseurs et est une dérogation au principe de proportionnalité entre participation au capital et droit de vote. Afin de ne pas voir ce régime s'imposer, une assemblée générale extraordinaire devra décider de l'inapplicabilité de ce texte.⁴⁷

L'usage d'actions à droit de vote double s'avère être un moyen de stabiliser l'actionnariat d'une société et de le fidéliser. Plus encore, il accorde un avantage aux actionnaires majoritaires en consolidant leur pouvoir et en renforçant leur contrôle. A l'inverse, ce mécanisme est peu favorable aux nouveaux investisseurs qui devront augmenter d'autant plus leurs investissements afin d'avoir une place influente au sein de la société. L'utilisation d'actions à droit de vote double constitue donc avant tout une stratégie essentiellement défensive.

Le rapport de gestion au titre de l'exercice 2014 de la société Lafarge illustre ce mécanisme. Ainsi les deux actionnaires de références que sont le Groupe Bruxelles Lambert et NNS Holding Sarl possèdent respectivement 21,1% et 13,9% du capital et détiennent 29,3 % et 19,4 % des droits de vote, au détriment de la catégorie des « autres institutionnels » qui avec 47,5% du capital ne représentent que 35 % des droits de vote.⁴⁸

Il est à noter que les actions obtenant un droit de vote double ne représentent ni une catégorie d'action à part entière, ni un titre à droit de vote multiple, il n'y a donc pas lieu de mettre en place une assemblée spéciale.⁴⁹

En effet, ce vote double n'est pas attaché à l'action mais à l'actionnaire qui la possède au nominatif.⁵⁰ Ainsi ce droit ne peut être cédé, le nouvel acquéreur de cette action ne bénéficiera pas de cet avantage avant un délai de deux ans et la conversion du titre au porteur fera également perdre ce droit de vote supplémentaire⁵¹.

Cette possibilité d'accorder un droit de vote double aux actionnaires d'une société anonyme connaît néanmoins des limites.

⁴⁷ J-P Valuet, Le droit de vote des actionnaires en AG : le droit de vote double, JCP Droit des sociétés n°10, Octobre 2014, étude 17.

⁴⁸ Voir annexe n° 5.

⁴⁹ J-P Valuet, op. cit.

⁵⁰ Le droit de vote double étant attaché à la personne de l'actionnaire et non aux qualités intrinsèques de l'action, les développements qui lui sont consacrés ne devraient pas apparaître dans ce Titre 1. Ce choix a cependant été fait en considération de l'effet démultiplicateur attaché à l'action à droit de vote double et de la lecture cohérente du mémoire.

⁵¹ Article L. 225-124 du Code de commerce.

Ainsi les actionnaires ne peuvent que doubler le nombre de votes de leurs actions, les actions à droit de vote plural leur étant interdites. De plus cette possibilité s'applique obligatoirement à tous les actionnaires qui peuvent y prétendre. On ne peut donc pas favoriser une catégorie d'actionnaire plutôt qu'une autre.⁵²

Si les actions à droit de vote plural sont interdites aux sociétés anonymes françaises, ce n'est pas le cas pour les sociétés par actions simplifiées qui ont tout loisir de les mettre en place. De plus, ce mécanisme demeure reconnu aux Etats-Unis.

B/ Les actions à droit de vote plural

Cette forme d'action de préférence ne peut être employée par les sociétés anonymes. Une telle action de préférence a inmanquablement pour effet de démultiplier le pouvoir de l'actionnaire par rapport à sa participation au capital. Ce type d'action de préférence est néanmoins autorisé pour les sociétés par actions simplifiées qui, en vertu de l'article L. 227-1 ne sont pas soumises au régime des sociétés anonymes. Néanmoins les sociétés par actions simplifiées ne pouvant être cotées en bourse, leur régime ne sera pas ici développé.

Le droit américain est sur ce point plus flexible, le droit des sociétés étant régi par le droit de chaque Etat. Ainsi le droit de l'Etat du Delaware, comme la plupart des Etats américains,⁵³ autorise les sociétés cotées à mettre en place des actions de préférence à droit de vote multiple (Delaware General Corporation Law §§ 151 (a), 221(a)), nommées les « disproportionate voting shares ».

La pratique la plus courante est de créer deux types d'actions, A et B, nommées les « dual class shares ». La catégorie A sera pourvue d'un seul droit de vote tandis que la catégorie B se verra attribuer un droit de vote double ou supérieur, pouvant ainsi démultiplier à l'infini la disproportion entre l'apport en capital et le pouvoir d'un actionnaire.⁵⁴

En ce qui concerne les sociétés américaines cotées. La National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) et le New York Stock Exchange (NYSE) prévoient une règle similaire respectivement à l'article 5640 et 313.00 de leur code. Ainsi, lors de leur cotation en bourse, les sociétés sont libres de mettre en place les actions de

⁵² G. Goffaux-Callebaut, op. cit., p. 197s.

⁵³ C A. Dunlavy, Social conception of the corporation, 63 Washington And Lee Law Review 1347, 2006, p. 1349, voir <http://law2.wlu.edu/deptimages/Law%20Review/63-4Dunlavy.pdf>.

⁵⁴ J. Hamon, op. cit. p. 178.



préférence qu'elles souhaitent et pouvant comporter un droit de vote plural. Mais par la suite, cette possibilité leur sera interdite afin de protéger les droits des actionnaires ayant déjà investi au capital⁵⁵. Le droit américain est alors plus ouvert au droit de vote plural envers les sociétés cotées bien que cette possibilité soit strictement encadrée.

Il existe toutefois une action poussant encore plus loin la démultiplication entre l'apport en capital et le pouvoir : la golden share.

C/ Les golden shares, l'assurance d'une hégémonie sans partage

Le Royaume-Uni fut le premier Etat à mettre en place le système de la golden share dans les années 1980.⁵⁶ La « golden share » ou encore appelée « action spécifique », se définit comme une action de préférence accordant un droit de véto à son propriétaire quelle que soit la part de sa détention au capital social. La personne possédant cette action peut s'opposer à la décision d'un organe social ou paralyser l'exécution de cette décision. L'actionnaire est alors en situation exorbitante par rapport aux principes du droit des sociétés.⁵⁷ Le pouvoir conféré par la golden share peut être temporaire ou permanent.

Ce droit de véto s'applique le plus souvent à un certain type de décisions prédéfinies comme par exemple les cas de fusions acquisitions ou d'entrée au capital de nouveaux actionnaires.⁵⁸ Concrètement et pour la décision concernée, la golden share équivaut pour celui qui la possède à détenir l'ensemble des droits de vote.

Une telle prérogative apparaît comme une dérogation importante au droit des sociétés, au droit des marchés financiers et également au principe d'égalité entre les actionnaires. En effet la démultiplication existant entre participation et pouvoir atteint ici un niveau difficilement égalable.

La société anonyme française ne permet pas, en principe, de mettre en place un droit de véto au regard des règles d'ordre public qui définissent les quorums nécessaires à la prise de décision en assemblée (article L. 225-96 et L. 225-98 du Code de commerce). Ainsi seul

⁵⁵ W. K. Taylor *Dueling shares : comparatives EU-US corporate governance practices*, Thesis, University of Illinois at Urbana-Champaign, 2013, p. 95. Voir <http://www.fondazionepirelli.org/uploadcultura/pdf/1371479874.pdf>.

⁵⁶ I. Kuznetsov, *The legality of Golden shares under EC law*, *Hanse Law Review*, vol. 1 N°1, 2005, p.22.

⁵⁷ H. Hovasse, *Le droit de véto*, *JCP droit des sociétés* n°7, juillet 2014, dossier 5.

⁵⁸ V. de Beaufort, *op. cit.*, p 10.

l'Etat peut utiliser cette action spécifique au sein de sociétés cotées qu'il privatise mais sur lesquelles il désire garder un contrôle supérieur à ce que lui permettrait normalement sa détention au capital.⁵⁹

La golden share a été alors instituée par la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations, modifié par l'article 3 de l'ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000. Selon ces dispositions, « *un décret détermine, pour chacune des entreprises [privatisées], si la protection des intérêts nationaux exige qu'une action ordinaire de l'Etat soit transformée en une action spécifique assortie de tout ou partie des droits définis ci-dessous. Dans l'affirmative, ledit décret prononce également cette transformation.* »

Au-delà des actions conférant immédiatement à leur porteur un pouvoir accru, il existe certaines formes de valeurs mobilières qui offrent la possibilité aux actionnaires de potentiellement augmenter leur pouvoir au sein de la société à des conditions déterminées.

Section 2 : Une multiplication potentielle du pouvoir par rapport à l'apport en capital : les valeurs mobilières composées

Les valeurs mobilières composées, dont le régime est précisé à l'article L. 228-91 du Code de commerce, se définissent comme des valeurs mobilières autorisant leur propriétaire à obtenir des titres représentant une partie du capital social ou des titres de créances. Ces valeurs mobilières composées comprennent par exemple, les obligations convertibles en actions ou les obligations avec bons de souscription. Une valeur mobilière composée se divise en deux titres, un titre primaire et l'autre secondaire, chacun pouvant être un titre de capital sous forme d'action ordinaire ou de préférence soit un titre obligataire. Ces actions permettent, par le mécanisme qu'elles prévoient, de passer du titre primaire au titre secondaire.⁶⁰

Par exemple, les obligations convertibles en actions sont des obligations pouvant être transformées en action lors de l'usage de la conversion par l'obligataire. Le porteur perd alors cette qualité et devient un nouvel actionnaire entraînant une augmentation du capital.⁶¹

⁵⁹ M.A Frison-Roche, Les conditions communautaires de validité des golden shares dans les entreprises publiques privatisées, D. 2002. 2242.

⁶⁰ T. Bonneau Valeurs mobilières composées, Jurisclasseur sociétés traités, fascicule 1903, 2005.

⁶¹ Ad ibidem.

L'obligataire n'a pas la qualité d'actionnaire, il n'a ni droit de vote ni droit aux bénéfices. En tant que créancier, la société a l'obligation de lui verser le montant de sa créance. Néanmoins, l'obligataire est ici un actionnaire potentiel⁶². Il possède un accès différé au capital et ainsi une capacité à prendre du pouvoir au sein de la société au moment où il le désire (ou suivant les spécificités de la valeur mobilière en question) en convertissant son action.

L'émetteur est avantagé par ce système car la société obtient de nouveaux fonds sans voir le pouvoir de ses associés majoritaires diminué par l'arrivée immédiate de nouveaux actionnaires.

De plus si les obligataires sont les alliés des associés majoritaires, ces valeurs composées permettent de profiter d'une réserve d'actions à disposition afin de contrebalancer une tentative de prise de contrôle d'un autre investisseur. Les valeurs composées peuvent donc permettre de stabiliser le pouvoir des actionnaires majoritaires contre des tentatives de prise de contrôle.⁶³

Les valeurs composées ont néanmoins quelques inconvénients. Elles ont pour effet de diluer le pouvoir, soit de façon instantanée lorsqu'il s'agit d'actions, soit de manière différée lorsqu'elles se composent d'obligations pouvant être converties en actions.⁶⁴

Une société peut également mettre en place des dispositifs qui, au lieu de démultiplier le pouvoir de ceux qui les détiennent, les restreignent, au profit des autres actionnaires.

Chapitre 2 : Les effets réducteurs de l'action sur le pouvoir de l'actionnaire

Afin de diminuer le pouvoir de certains actionnaires, il est possible de limiter leur influence, soit par l'utilisation de dispositifs légaux (Section 1), soit par l'emploi de dispositifs statutaires (Section 2).

⁶² A. Traore, Les incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions, Thèse, Université Clermont 1 – Université d'Auvergne U.F.R de Droit et Science politique, p. 209.

⁶³ G. Goffaux-Callebaut, op. cit., p194.

⁶⁴ Ad ibidem.

Section 1 : Les dispositifs légaux de réduction du pouvoir des actionnaires

Des actionnaires désireux de restreindre le pouvoir politique d'un autre groupe peuvent leur proposer d'obtenir des actions sans droit de vote en échange d'une compensation d'ordre économique (Paragraphe A). Les actions reflètes ou traçantes permettent également de restreindre l'influence des actionnaires qui les possèdent en étant seulement indexées sur une branche d'activité d'une société (Paragraphe B). Enfin, les actions à droit de vote à éclipse permettent dans une autre mesure de segmenter le pouvoir d'un actionnaire (Paragraphe C).

A/ Les actions sans droit de vote pour une prise de risque sans contrepartie décisionnelle

La loi n°78-741 du 13 juillet 1978 a introduit la possibilité de créer des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Cette loi est un autre exemple de dérogation permettant de dissocier la participation au capital du pouvoir et reniant le principe de proportionnalité. Dans ce cas, un actionnaire se voit priver de son droit de voter et ainsi d'influer sur les décisions de la société au profit d'autres actionnaires. Ces derniers ont alors de facto un contrôle exclusif et renforcé sur la société.⁶⁵

Ce mécanisme sera repris par l'ordonnance du 24 juin 2004 autorisant la création d'actions de préférence sans droit de vote devant être prévues dans les statuts. Ces nouvelles actions viennent remplacer les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Ainsi des actionnaires peuvent conserver le contrôle de la société et augmenter son capital social sans que cela influence leur hégémonie et la stabilité de leur pouvoir.⁶⁶

Cet abandon se voit évidemment compensé par un autre avantage d'ordre économique. Un dividende prioritaire devra donc être distribué avant tout autre affectation du bénéfice existant.⁶⁷ Cette dérogation est permise par le législateur mais reste strictement encadrée.

Ainsi les actions de préférence sans droit de vote peuvent recouvrer ce droit si la distribution de dividendes prioritaires n'a pas lieu⁶⁸. Le droit de vote de ses actionnaires n'est donc pas réellement supprimé mais plutôt mis en sommeil.⁶⁹

⁶⁵ A. Traore, op. cit., p. 103.

⁶⁶ A. Traore, op. cit., p. 239.

⁶⁷ M. Germain et V. Magnier, op. cit., p. 364.

Une limite à ses actions est apportée par l'article L. 228-11 du Code de commerce, ainsi, « *les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social. Toute émission ayant pour effet de porter la proportion au-delà de cette limite peut être annulée.* »

Enfin l'on peut se demander si l'utilité des actions sans droit de vote n'est pas toute relative en raison du fort abstentionnisme que connaissent la plupart des sociétés cotées.

Les pays de common law ont une approche plus libérale des actions privées de droit de vote. Ainsi, à l'inverse de la France, la privation du droit de vote n'ouvre pas forcément droit à une compensation sous forme de distribution d'un dividende prioritaire.⁷⁰

Aux Etats-Unis, le système des « non voting shares »⁷¹ est principalement réglementé par le Model Business Corporation Act de 1983, bien que les textes légaux régissant ses actions varient selon l'Etat en question. Ainsi, les « preferred shares » doivent expressément être inscrites dans les statuts de la société. Ceux-ci peuvent également préciser que les droits propres aux « preferred shares » seront déterminés par le conseil d'administration. Quatre types de « preferred shares » se dégagent principalement :

- les « cumulatives preferred shares », permettant d'être payé en priorité si le dernier dividende n'a pas été versé à l'actionnaire,
- les « non-cumulatives preferred shares », sont des actions ne faisant pas bénéficier du même avantage que l'actionnaire possédant des cumulatives preferred shares. Ici un dividende omis ou impayé sera définitivement perdu sans aucune réclamation possible. Néanmoins ces actionnaires ont l'assurance qu'aucun nouveau dividende ne sera distribué à une autre catégorie d'actionnaires avant eux lors de la prochaine distribution.
- Les « participating preferred shares » offrent un second dividende additionnel.

⁶⁸ Article L. 228-35-5 du Code de commerce.

⁶⁹ A. Traore, op. cit., p. 103.

⁷⁰ E. Grimaux, op. cit., Point 340.

⁷¹ E. Grimaux, op. cit., Point 342.

- les « convertible preferred shares », permettent de convertir ces actions en un nombre déterminé d'actions communes.⁷²

Une société peut également émettre des actions reflètes ou traçantes en vue de diminuer l'impact politique d'un actionnaire corrélativement à l'activité à laquelle l'action est liée.

B/ Les actions reflètes ou traçantes offrant un pouvoir cloisonné

Elles ont été inventées aux Etats-Unis, appelées alors « tracking stock » et autorisées par exemple dans l'Etat du Delaware⁷³. Ces actions sont liées à une activité spécifique de la société ou à une filiale de celle-ci.⁷⁴ Elles permettent de déconnecter les droits financiers des droits de vote.

L'action traçante portant sur une activité d'une filiale reste une action de sa société mère. Une telle action n'accorde donc pas de pouvoir direct sur l'activité économique à laquelle elle est liée.

Par ce biais, l'émetteur de cette action conserve le contrôle de l'activité tracée tout en obtenant de nouveaux fonds provenant des investisseurs. Inversement, l'investisseur n'obtient aucun droit de vote et donc aucun pouvoir décisionnel eu égard à l'activité dans laquelle il vient d'investir.⁷⁵

Aux Etats-Unis, l'emploi des « tracking stocks » existe depuis le milieu des années 1980. L'émission de ces actions a lieu le plus souvent lors d'une introduction en bourse ou d'une augmentation de capital. Le Royaume-Uni connaît également un titre proche du tracking stock, le « letter stocks » ou « alphabet stocks » à ceci près que ces titres ne peuvent être cotés en bourse.⁷⁶

Si les actions traçantes permettent de cloisonner le pouvoir d'un actionnaire, d'autres, à l'image du droit de vote à éclipse, entraînent une segmentation de ce pouvoir.

⁷²Voir « les actions de préférences », Lefèvre Pelletier et associé, avocats, 19 avril 2012, p28.
http://www.lpalaw.com/documents/agenda/169_PRES_Actions_de_preference_19_avril_2012_version-ongue-19h.pdf.

⁷³J.Hamon, op. cit., p. 179

⁷⁴M. Germain et V. Magnier, op. cit., p. 362.

⁷⁵R. Barbier, L'introduction en France d'action traçante, rapport commandé par la Commission des opérations de bourse, 2000, pp. 3s.

⁷⁶Ad ibidem.

C/ Le droit de vote à éclipse délivrant un pouvoir segmenté

L'article L. 228-11 alinéa 1 autorise une société à émettre des actions de préférence « assorties de droits particuliers de toute nature ». A partir de ce fondement, les praticiens ont eu à cœur d'inventer de nouvelles actions modelant le rapport de proportionnalité entre le pouvoir et la participation des associés selon leurs besoins. Ainsi, les actions à droit de vote à éclipse ont pu être mises en place.

Aux termes de l'article L. 228-11 « *le droit de vote peut être aménagé pour un délai déterminé ou déterminable. Il peut être suspendu pour une durée déterminée ou déterminable ou supprimé.* »

Ainsi une action avec droit de vote à éclipse permet de délimiter l'usage du droit de vote par un actionnaire entre des événements précis ou pour une période déterminée. Pour éviter toute qualification de clause potestative, la survenance de l'événement autorisant l'usage du droit de vote ne doit pas dépendre seulement de la société. Il sera alors possible de suspendre le droit de vote d'un actionnaire jusqu'à la survenance d'un événement particulier, ou au contraire, de suspendre ce droit de vote à partir de la survenance d'un événement ou de la réalisation d'une condition.⁷⁷

Outre le mécanisme du droit de vote à éclipse, il est possible de citer, sur le fondement de ce même article, la mise en place de droit de vote distributif, limité à certaines assemblées ou à certaines décisions. Un droit de vote contingent soumis à la survenance d'un événement préalable peut aussi être envisagé.⁷⁸

Les systèmes permettant de diminuer le pouvoir des actionnaires existent depuis de nombreuses années, ainsi le certificat d'investissement mis en place par la loi Delors du 3 janvier 1983, supprimé aujourd'hui, permettait déjà de déconnecter les droits financiers et politiques propres à l'action.

Le recours à des dispositifs légaux n'est pas le seul moyen permettant de diminuer l'influence d'actionnaires dans une société au profit d'un autre groupe désireux d'en conserver le

⁷⁷ J-J Daigre, L'aménagement du droit de vote, Journal des sociétés, n° 13, septembre 2004, p.5.

⁷⁸ Les actions de préférences, Lefèvre Pelletier et associé, avocats, op. cit., p15.

contrôle. Ainsi, des dispositifs statutaires spécifiques permettent également d'atteindre cet objectif.

Section 2 : Les dispositifs statutaires de réduction du pouvoir des actionnaires

Les statuts peuvent prévoir des clauses idoines restreignant le pouvoir de certains actionnaires. A titre d'exemple, une clause plafonnant le nombre de droits de vote pouvant être utilisé en assemblée peut être mise en place (Paragraphe A). La clause de stage permet également de réduire dans un premier temps, l'influence d'un nouvel investisseur (Paragraphe B).

A/ Le plafonnement du droit de vote, une réduction permanente du pouvoir de l'actionnaire

L'alinéa premier de l'article L. 225-125 du Code de commerce dispose que « *les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote.* »

La mention dans les statuts d'un plafond au nombre de droits de vote qu'un actionnaire dispose protège les actionnaires minoritaires, leur assurant un poids politique plus conséquent. A l'inverse, les actionnaires majoritaires voient leurs droits de vote dépassant le seuil statutaire inutilisables. La corrélation entre risque et pouvoir n'est alors ici pas respectée et s'en suit une disproportion entre apport et droit de vote. La seule limite reste que cette restriction doit s'imposer à tous les actionnaires sans distinction possible.

En plus du plafonnement des droits de vote utilisables en assemblée, les statuts peuvent prévoir une clause de stage restreignant temporairement l'influence des nouveaux actionnaires au sein d'une société.

B/ La clause de stage, une réduction éphémère du pouvoir de l'actionnaire

L'exercice du droit de vote attaché aux actions peut être modelé afin de le rendre inutilisable par le biais d'une clause statutaire.

Ainsi la clause de stage se définit comme « *une clause ne permettant pas à de nouveaux actionnaires de prendre part aux assemblées avant un certain délai.* »⁷⁹

Cette clause empêche momentanément une modification du rapport de force existant au sein de la société. Les actionnaires majoritaires ne sont alors pas immédiatement menacés par l'entrée d'un nouvel actionnaire au capital. Ce mécanisme évite de plus l'apparition d'une majorité de circonstance créée par de nouveaux actionnaires ayant investi peu de temps avant la réunion d'une assemblée de la société.

La portée de cette clause se voit triplement limitée par l'intérêt social, sa durée dans le temps ne pouvant excéder une trop longue période et le fait qu'elle ne peut affecter la participation au vote du nouvel associé au sein d'une assemblée générale extraordinaire (article L. 225-113 du Code de commerce).⁸⁰

Les stratégies reposant sur la modification des qualités intrinsèques des actions afin de créer une disproportion entre le pouvoir et la participation au capital des actionnaires se révèlent être très efficaces pour conserver le contrôle d'une société tout en engageant peu de ressources. Mais ces stratégies ne reflètent pas toutes les possibilités permettant d'atteindre cet objectif. Ainsi, il est possible d'observer le développement d'autres mécanismes, cette fois-ci extrinsèques à l'action, facilitant la prise de contrôle d'une société par un actionnaire ou lui assurant un poids non négligeable dans les prises de décision.

⁷⁹ M. Germain et L. Vogel, G.Ripert et R.Roblot, traité de droit commercial, t. 1, Lgdj 1998, 17^{ème} éd., n° 1607, p. 1181.

⁸⁰ G. Goffaux-Callebaut, op. cit., p. 184.

Titre 2 : Les stratégies extrinsèques à l'action instaurant une déconnexion du pouvoir et de la participation

Les actionnaires peuvent utiliser à leurs avantages les principes légaux encadrant la prise de décision des sociétés afin d'en prendre le contrôle (Chapitre 1). De plus, il est possible d'observer des stratégies propres aux différents types d'actionnaires permettant d'augmenter leur influence au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Les possibles déconnexions du pouvoir et de la participation à raison de la loi

Un actionnaire souhaitant déconnecter son pouvoir de sa participation au capital dispose de plusieurs mécanismes présents dans différentes branches du droit pour y parvenir. Il peut ainsi choisir de recourir au droit patrimonial et plus précisément au droit de propriété des actions (Section 1), mais il a également tout loisir d'utiliser les mécanismes prévus par le droit des sociétés et le droit financier afin d'atteindre ce même objectif (Section 2).

Section 1 : Les déconnexions prévues par le droit de propriété

A partir du droit de propriété, un associé souhaitant augmenter son pouvoir sans corrélativement prendre une participation plus importante dans la société peut tout d'abord utiliser le démembrement de la propriété des actions afin de se voir attribuer le pouvoir de voter en assemblée (Paragraphe A). La location des actions (Paragraphe B) ainsi que le mécanisme de la pension (Paragraphe C), lui permettront également de parvenir au même résultat mais de manière temporaire.

A/ Le démembrement de la propriété de l'action au service d'une déconnexion entre pouvoir et propriété

L'article L. 225-110 du Code de commerce régit ce régime en disposant que « *le droit de vote attaché à l'action appartient à l'usufruitier dans les assemblées générales ordinaires et au*



nu-proprétaire dans les assemblées générales extraordinaires, (...) les statuts peuvent déroger aux dispositions du premier alinéa ».

La qualité d'actionnaire revient au seul nu-proprétaire. Il garde en effet de nombreuses prérogatives comme un droit sur les réserves⁸¹ ou le droit préférentiel de souscription.

Néanmoins la qualité de nu-proprétaire ne présume pas de la personne ayant fait l'apport en société et donc de celle qui supporte en définitive les risques de cet investissement. Ainsi, si l'usufruitier a fait l'apport en société, il assumera le risque de sa perte, et la connexion entre apport et droit de vote (tout du moins en assemblée générale ordinaire) sera respectée. Dans l'autre cas, un usufruitier sans la qualité d'actionnaire et ne devant pas assumer le risque de la diminution de la valeur des actions ou la participation aux pertes, conservera tout de même les droits de vote des actions dont le droit de propriété a été démembré.⁸²

Lorsque la répartition du pouvoir est organisée contractuellement, il convient d'observer si celle-ci peut apporter une déconnexion encore plus importante entre participation au capital et les prérogatives de vote attribuées à l'usufruitier.

L'arrêt « de Gaste » de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 janvier 1994 définit les rapports contractuels existant entre le nu-proprétaire et l'usufruitier. Dans cette espèce, l'usufruitier avait fait l'apport en société et il était convenu que ce dernier conserverait seul le droit de participer et de voter aux assemblées ordinaires et extraordinaires. La Cour de Cassation a alors précisé qu'« aucune dérogation n'est prévue concernant le droit des associés et donc, du nu-proprétaire de participer aux décisions collectives tel qu'il est prévu à l'alinéa premier du dit article » (1844 du Code civil).

Selon cet arrêt, le nu-proprétaire, qui reçoit seul la qualification d'actionnaire, pourrait donc être privé de son droit de vote mais pas de son droit de participer aux assemblées. Les statuts ne peuvent donc prévoir que le nu-proprétaire sera représenté par l'usufruitier dans toutes les assemblées⁸³. A contrario, l'usufruitier, dépourvu de cette qualité d'associé pourrait être à la fois privé de son droit de vote et du droit de participer aux assemblées, même si dans certains cas il serait le seul à avoir effectué l'apport en capital. La seule limite est, selon un arrêt de la

⁸¹ Article L. 225-140 du Code de commerce.

⁸² S. Schiller, op cit.,p. 392.

⁸³ Cour de cassation, 2^e chambre civile, 13 juillet 2005.

Cour de cassation, que les statuts ne peuvent supprimer le droit de l'usufruitier de participer aux décisions concernant la distribution des bénéfices de la société.⁸⁴ Ainsi la jurisprudence accepte la possibilité d'une déconnexion entre apport en société et possibilité de voter en assemblée.⁸⁵

D'autres conventions peuvent avoir pour effet de différencier, mais cette fois-ci de manière temporaire, la personne jouissant du pouvoir de celle en assumant les risques.

B/ La location des droits sociaux, une augmentation provisoire du pouvoir de l'actionnaire

Il est ici fait application du régime du contrat de louage. Ainsi et selon l'article 1719 du Code civil le bailleur est tenu de « *faire jouir paisiblement le preneur pendant la durée du bail.* »

Appliqué au prêt de titres, ce prêt a pour effet de transférer la propriété des actions du prêteur au preneur. C'est un prêt à la consommation car les actions, objet du contrat, sont des choses fongibles et consommables.⁸⁶

Le contrat de location portant sur des titres sociaux a pour effet de créer une déconnexion entre le preneur, bénéficiaire du droit de vote et se voyant attribuer tous les pouvoirs de l'actionnaire, et le bailleur, propriétaire des actions, seul à avoir fait l'apport en société correspondant et qui en assume exclusivement les risques.⁸⁷

La location de droits sociaux apparaît donc plus intrusive, dans la déconnexion qu'elle opère, que ne l'est le démembrement de la propriété de l'action car ici le bailleur est également privé de son droit de participer aux assemblées.

L'utilité première de ce mécanisme est de permettre au preneur d'utiliser des actions dont il n'a qu'une propriété temporaire. Le preneur pourra utiliser tous les droits financiers et politiques liés aux actions louées.

Afin d'encadrer les abus que pourrait entraîner ce mécanisme, le rapport Mansion de l'Autorité des marchés financiers de 2008 a conduit à l'introduction de l'article L. 225-126 au

⁸⁴ Cour de cassation, Chambre commerciale, 31 mars 2004.

⁸⁵ S. Schiller, op cit., pp. 392-394.

⁸⁶ F. Leplat, B. Dondero, L. El Badawi, op. cit., p. 15 et s.

⁸⁷ S. Schiller, op cit., pp. 394-395.

Code de commerce, obligeant la personne possédant des titres de manière temporaire représentant plus de deux centièmes des droits de vote à en informer la société en question et l’Autorité des marchés financiers sous peine de voir ces droits de vote inutilisables.

La location d’actions n’est pas la seule manière de déconnecter temporairement le nombre de titres dont peut disposer un actionnaire par rapport à son apport et sans avoir à assumer les risques d’un investissement supplémentaire. Ainsi le mécanisme de la pension permet également d’atteindre cet objectif.

C/ Le mécanisme de la pension autorisant une prise de participation accrue tout en limitant la prise de risque

Les articles L. 211-27 à L. 211-34 du Code monétaire et financier définissent le régime de la pension. Ainsi selon l’article L. 211-27 : « *La pension est l'opération par laquelle une personne morale, [...] cède en pleine propriété à une autre personne morale, [...], moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus.* »

La pension est donc un mécanisme permettant la cession temporaire de titres comportant un transfert réel de propriété. La pension est le plus souvent utilisée comme un crédit, les actions étant remises au prêteur en garantie du remboursement d’une somme prêtée. Le cessionnaire, prêteur, pourra durant ce laps de temps voter en assemblée car il possédera tous les pouvoirs d’un actionnaire sans devoir en assumer les risques. Il ne devra que restituer les titres une fois le crédit remboursé et ce, quelle que soit leur nouvelle valeur au rachat. Le risque économique reste donc sur les épaules du cédant qui se retrouvera obligé de racheter ses titres à un prix majoré.⁸⁸

Si un associé peut utiliser le démembrement de la propriété de l’action ou la mise à disposition temporaire de celle-ci afin de faire croître son pouvoir au sein d’une société sans avoir à en assumer le risque, il peut également se baser sur les règles du droit des sociétés et du droit financier afin d’atteindre ce même objectif.

⁸⁸ F. Leplat, B. Dondero, L. El Badawi, op. cit., p. 19.

Section 2 : Les déconnexions prévues par le droit des sociétés et le droit financier

Bien que la loi encadre la prise de décision en assemblée générale, certains actionnaires actifs utilisent ces règles afin de prendre le contrôle de sociétés de manière agressive (Paragraphe A), ce qui a amené à un encadrement de leur activité (Paragraphe B).

A/ L'influence des quorums et des majorités requises dans la prise de pouvoir des sociétés

La déconnexion entre le pouvoir des associés et leur participation au capital peut parfois provenir mécaniquement des dispositifs mis en place par le législateur afin de permettre la prise de décision des assemblées d'une société. A ce titre, il sera étudié les mécanismes de prise de décision au sein des sociétés cotées (Paragraphe 1), avant de mettre en exergue les possibilités offertes par ces mécanismes afin d'obtenir une prise de contrôle multiple sous forme de cascade de sociétés (Paragraphe 2). Enfin, les actionnaires peuvent utiliser les pactes d'actionnaires afin de mutualiser leur pouvoir lorsqu'ils partagent un même objectif (Paragraphe 3).

§ 1 : Des mécanismes de légitimation des décisions aux effets limités

L'assemblée générale ordinaire des sociétés anonymes délibère sur première convocation si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote. Il n'y a pas de quorum en cas de deuxième convocation et elle statue à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

L'assemblée générale extraordinaire des sociétés anonymes délibère quant à elle valablement si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart, et sur deuxième convocation, le cinquième des actions disposant du droit de vote. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.⁸⁹

⁸⁹ Articles L. 225-96 et L. 225-98 du Code de commerce.

Ces règles de droit complétées par certaines autres permettent d'étalonner le pouvoir théorique d'un actionnaire suivant sa participation : ainsi avec une action, un actionnaire peut s'opposer à tout vote réclamant l'unanimité ; une participation de 5% autorise l'inscription de projet de résolution⁹⁰ ; 20% du capital octroient l'assurance de pouvoir faire siéger une assemblée générale ordinaire sur première convocation et une assemblée générale extraordinaire sur deuxième convocation ; 25% du capital permettent de mettre en place une assemblée générale extraordinaire sur première convocation ; 33% du capital et une action confèrent la minorité de blocage, aucune décision devant être prise par l'assemblée générale extraordinaire ne pourra être adoptée sans cette participation sauf en cas d'abus de minorité ; 50% du capital et une action donnent le monopôle de la prise de décision en assemblée générale ordinaire et enfin 66,66% du capital et une action donnent le même résultat en assemblée générale extraordinaire.⁹¹

Mais de manière factuelle, cela signifie qu'il suffit de posséder en réalité simplement 10% des actions d'une société afin d'être en mesure de la contrôler si l'on part du postulat que les assemblées générales de celles-ci connaîtront une très forte abstention.

Ainsi la société Vivendi a pu être contrôlée par Monsieur Vincent Bolloré avec une participation de seulement 14,35% du capital social.⁹² Ce phénomène se retrouve également avec la prise de contrôle de la société Carrefour par le groupe Arnault agissant de concert avec seulement 14,79 % du capital.⁹³

La prise de décision suivant le respect de quorums et de majorités doit normalement empêcher qu'un actionnaire ne représentant qu'une faible partie du capital n'impose sa volonté, afin de respecter la corrélation entre contrôle et participation. Pour autant, on s'aperçoit que ce mécanisme est insuffisant pour rendre une décision réellement légitime. Mais cet état de fait est pour majeure partie due à la responsabilité des autres actionnaires abstentionnistes et se désintéressant de la vie de la société. Il s'agit d'un jeu de vases communicants : plus une société sera marquée par un phénomène d'abstention de ses actionnaires, plus le pouvoir d'actionnaires actifs sera grand et la société soumise à des changements de prise de contrôle.

⁹⁰ Article L. 225-105 du Code de commerce.

⁹¹ M. Cozian, Droit des sociétés, 25^e édition, 2012, point 729.

⁹² Voir Annexe n°11.

⁹³ Voir Annexe n°2.

Aux Etats-Unis, la prise de décision des sociétés est entièrement organisée par les statuts. A défaut, une majorité simple est requise en assemblée pour les décisions ordinaires et une majorité des deux-tiers pour prendre une décision touchant aux statuts. Le système américain est donc beaucoup plus souple et il appartient aux actionnaires de modeler les mécanismes régissant les possibilités de prise de contrôle de leur société, avec toutes les conséquences que ces choix peuvent entraîner.

Ces principes encadrant la prise de décision des sociétés françaises et anglo-saxonnes peuvent être utilisés à grande échelle afin de permettre le contrôle d'un actionnaire sur un ensemble de sociétés tout en limitant sa participation.

§ 2 : L'emploi de ces limitations aux fins d'une prise de contrôle multiple

Un actionnaire désireux de constituer un groupe de sociétés à moindre frais, peut utiliser l'effet de levier juridique que constitue la création d'une holding. Cette société sera chargée de gérer et détenir des participations dans d'autres sociétés qu'elle contrôle. L'effet de levier désigne alors la capacité de démultiplier les possibilités de contrôle de sociétés d'un actionnaire, à partir de sa holding et de limiter son apport à une seule contribution financière.⁹⁴ Son pouvoir, se retrouvant dans chaque société, sera alors totalement déconnecté de sa participation au capital, n'existant que dans la holding.

La holding est détenue par l'actionnaire acquéreur et par d'autres partenaires qui devront conserver une participation minoritaire. La société holding possèdera alors une position majoritaire dans la société cible. Ce schéma se répétera de manière illimitée afin de créer une chaîne de holdings dites « en cascade », chaque société ne conservant que 51% des droits de vote de sa cible afin de minimiser l'investissement et de démultiplier les participations.⁹⁵

Le mécanisme de la prise de contrôle en cascade a pour seul point faible la difficulté de trouver des partenaires acceptant d'investir dans une société n'ayant comme actif social que les actions d'une autre société et dans laquelle ils n'auront qu'une capacité décisionnelle limitée. La

⁹⁴ G. Goffaux-Callebaut, op. cit., p., point 289 et suivants.

⁹⁵ S. Schiller, op cit.,p.404.

capacité d'une telle structure à générer des bénéfices distribuables sera donc le seul moyen d'attirer ces partenaires.

D'autres dispositifs permettent à un actionnaire d'augmenter son influence au sein d'une société en limitant sa participation. Ainsi, des actionnaires d'une même société ayant des intérêts communs peuvent unir leur force afin d'en prendre le contrôle à moindre frais.

§3 Les pactes d'actionnaires paralysant la connexion entre pouvoir et participation

Les pactes d'actionnaires sont des conventions extrastatutaires conclues entre les actionnaires afin d'organiser les mouvements de titres et le fonctionnement de la société. En tant que convention, celle-ci est soumise au droit commun des contrats et ne concerne bien entendu que les parties au pacte, en accord avec le principe d'effet relatif des contrats.⁹⁶

De tels pactes permettent donc aux actionnaires de s'accorder sur de nombreux points litigieux tels le plafonnement des participations, l'aliénabilité des valeurs mobilières de la société, la composition des organes sociaux, la répartition des dividendes, etc.

Toutefois, un des points les plus importants abordés dans les pactes d'actionnaires est le droit de vote. La pratique, a vu naître effectivement des pactes d'actionnaires prévoyant des conventions de vote, permettant aux actionnaires de se concerter et de s'accorder sur l'adoption ou le rejet de divers projets de résolutions. C'est un moyen d'organisation du vote entre les actionnaires partis au pacte « le but [étant] d'obtenir à l'assemblée une majorité qui ne repose pas forcément sur une majorité capitalistique »⁹⁷.

Bien que ces conventions de vote soient acceptées, elles n'en demeurent pas moins encadrées, l'article L. 242-9 du Code de commerce disposant que « le fait d'empêcher un actionnaire de participer à une assemblée d'actionnaires » ou « de se faire accorder, garantir ou promettre des avantages pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages » est puni « d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 9000 euros ».

⁹⁶ Article 1165 du Code civil.

⁹⁷ A. Traore, op. cit., p. 304.

Ainsi, la liberté conventionnelle des actionnaires trouve sa limite lorsqu'elle se heurte à la liberté de vote. Le droit de vote ne peut non plus être vendu ou loué. Aucun avantage ne peut être accordé afin d'en assurer l'utilisation dans un sens ou au contraire son non-usage.

Cependant, il peut être convenu au préalable, quel sera le vote des actionnaires partis au pacte concernant diverses résolutions, si cet accord est conclu sans aucune contrepartie, ou « avantage » en échange.

Les autres limites à de telles conventions sont bien entendu les statuts qui sont supérieurs au pacte d'actionnaire et les règles applicables aux statuts. Toutes les conventions concernant la société semblent donc devoir passer au travers de ce « filtre de l'ordre public sociétaire ». ⁹⁸

Les actionnaires actifs disposent alors de nombreux outils afin d'augmenter leur pouvoir au sein d'une société sans avoir à en assumer le risque financier. Néanmoins, ces techniques se voient encadrer par différents mécanismes.

B/ L'encadrement de la prise de pouvoir par des actionnaires "agressifs"

Que ce soit par l'intermédiaire du droit des marchés financiers (Paragraphe 1), ou par les droits conférés aux actionnaires minoritaires (Paragraphe 2), la dissociation entre participation au capital et pouvoir au sein d'une société peut être limitée dans différentes mesures.

§1 : Le mécanisme défensif des marchés financiers : les franchissements de seuils

Afin d'éviter une prise de contrôle trop aisée des sociétés et d'assurer un minimum de stabilité actionnariale, il a été prévu un dispositif dit de franchissement de seuil. Ainsi, l'article L. 233-7 du Code de commerce prévoit que si un actionnaire d'une société cotée française vient à détenir plus « du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote » de celle-ci, alors il devra informer la société émettrice et l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) « du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'il possède ».

⁹⁸ A. Traore op. cit. , p. 327.

Par ailleurs, la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012, dite loi Warsmann a renforcé cette obligation, l'actionnaire devant aussi déclarer les actions qu'il pourrait acquérir « en vertu d'un accord ou d'un instrument financier ».

Cette obligation d'information touche aussi les intentions de la personne qui détient un dixième, trois vingtièmes, un cinquième ou un quart du capital ou des droits de vote d'une société cotée, devant déclarer « les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir ». ⁹⁹

L'article L. 233-14 du Code de commerce prévoit les sanctions applicables en cas de violation à cette obligation d'information de franchissement de seuil, soit la privation « des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification ».

Cette obligation d'information permet ainsi d'encadrer les prises de pouvoir d'actionnaires dits « agressifs », ce « dispositif déclaratif très lourd »¹⁰⁰ pouvant décourager certains actionnaires d'entreprendre la prise de contrôle de la société convoitée.

Cependant, l'AMF a prévu une obligation bien plus lourde de conséquences pour l'actionnaire qui tenterait de prendre le contrôle d'une société cotée. Ainsi, l'article 234-2 du règlement général de l'AMF dispose que « lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote ».

L'article 234-2 du règlement de l'AMF va plus loin encore. Cet article prévoit que l'obligation de déposer un projet d'offre publique touche toutes les personnes physiques ou

⁹⁹ Article L.233-7 VII du Code de commerce.

¹⁰⁰ J. Lombard-Platet, Régime des déclarations de franchissement de seuils : un dispositif complexe à l'efficacité parfois discutable , Option Finance, 14 avril 2014.

morales, agissant seules ou de concert, qui détiennent directement ou indirectement un nombre compris entre 30 % et la moitié du nombre total des titres de capital ou des droits de vote d'une société et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmentent cette détention, en capital ou en droits de vote, d'au moins « 1 % » du nombre total des titres de capital ou des droits de vote de la société.

Ce mécanisme met alors un actionnaire désirant devenir majoritaire au sein d'une société cotée, dans une position difficile. Afin d'obtenir cette majorité, il doit faire face au risque de devoir investir une somme bien plus conséquente qu'initialement prévue afin de prendre le contrôle de la société.

Ce mécanisme propre au droit des marchés financiers se voit compléter par la défense que peuvent opposer les actionnaires minoritaires à un actionnaire agressif.

§2 : Les moyens de défense des actionnaires minoritaires à la portée limitée

Les actionnaires majoritaires peuvent représenter une menace pour les actionnaires minoritaires sous deux angles différents, la propriété des actions, et la prise de décision.

Concernant la propriété des actions, une des défenses des actionnaires minoritaires réside dans le principe de non exclusion des actionnaires. La Cour de cassation a effectivement posé le principe de l'interdiction de l'exclusion d'un associé dans un arrêt rendu par sa Chambre commerciale en date du 12 mars 1996. Néanmoins, des exceptions légales existent à ce principe. Ainsi, les actionnaires minoritaires possédant moins de 5% du capital ou des droits de vote ne sont pas à l'abri d'une possible exclusion à la demande des actionnaires majoritaires.

L'article 237-1 du Règlement général de l'AMF précise en effet que les actionnaires majoritaires peuvent demander le retrait forcé des actionnaires minoritaires représentant moins de 5% du capital social. Cette ligne de défense est donc limitée par ce qui est appelé communément le « squeeze out », le retrait obligatoire.

D'un point de vue décisionnel, les actionnaires majoritaires peuvent menacer les actionnaires minoritaires en imposant leur volonté sur celle de ces derniers aux assemblées générales. Un

actionnaire minoritaire ne pourra effectivement faire obstacle à l'adoption de résolutions soutenues par les actionnaires majoritaires que s'il dispose d'une minorité de blocage. En deçà, l'effectivité de son vote en pâtira.

Cependant, le législateur a prévu une ligne de défense empêchant les actionnaires majoritaires d'imposer systématiquement leur volonté aux actionnaires minoritaires, et spécialement lorsque la décision en cause est contraire à l'intérêt social. Il s'agit du principe d'abus de majorité. La Cour de cassation a défini l'abus de majorité comme l'adoption d'une résolution litigieuse « prise contrairement à l'intérêt social et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité, au détriment de ceux de la minorité ». ¹⁰¹

Il s'agit donc d'un abus de droit de vote de la part des actionnaires majoritaires, servant leur intérêt propre au mépris de l'intérêt de la société et de celui des actionnaires minoritaires. L'abus de majorité nécessite alors la réunion de deux éléments afin d'être caractérisé, ce qui limite encore une fois la défense des actionnaires minoritaires qui souhaiteraient bénéficier de ce dispositif. Le vote des actionnaires majoritaires doit effectivement avoir pour finalité de protéger leur intérêt propre et ceci au détriment des minoritaires. Cependant, il doit aussi être contraire à l'intérêt même de la société. Le simple mépris de l'intérêt des actionnaires minoritaires ne suffit donc pas. ¹⁰²

Si jamais cet abus de majorité est caractérisé, la sanction peut aller de l'octroi de simple dommages-intérêts à l'annulation de la décision litigieuse. L'abus de majorité serait alors un mécanisme dissuasif intéressant, s'il est bien utilisé par les actionnaires minoritaires, pour s'opposer à un monopôle des actionnaires majoritaires.

Au-delà des mécanismes permettant aux actionnaires de développer leur pouvoir dans une société à moindre frais, certains types d'actionnaires ont développé de véritables stratégies aptes à leur en assurer le contrôle.

¹⁰¹ Cass. Com, 18 avril 1961.

¹⁰² M. Cozian, op. cit., points 402 et 403.

Chapitre 2 : Les discutables déconnexions du pouvoir et de la participation à raison de la personne de l'actionnaire ou de son mandant

De par son contrôle sur la société, l'actionnaire va exercer sur elle une influence essentielle, allant de la nomination de ses dirigeants qui définiront sa politique journalière, à la prise de décision exceptionnelle qui peuvent soit renforcer sa situation économique et financière, soit la mettre en péril.

La prise de contrôle d'une société par une structure actionnariale définie peut amener de nombreux changements vis-à-vis de sa stratégie, sa performance et de sa politique de gouvernance d'entreprise.

Chaque classe actionnariale, de par sa nature, ses intérêts, ses projets à courts et longs termes, va avoir sa propre stratégie concernant l'avenir de la société dont elle détient une part du capital.

Ainsi, un actionnariat plus concerné par la direction de la société sera un actionnariat dit « actif », participant diligemment aux prises de décisions en assemblée générale afin de s'assurer que la direction mise en place suit la politique qu'il aura déterminée. Certains types d'actionnaires seront ainsi plus sensibles aux questions sociales de la société. Il s'agit par exemple de l'Etat, très présent au cœur de l'économie française et au centre de nombreuses polémiques aujourd'hui (Section 1) et de l'actionnariat salarié (Section 2). A l'inverse, d'autres actionnaires sont plus motivés par un enrichissement à court terme comme les actionnaires institutionnels. Enfin, il existe aussi aujourd'hui des entités ne relevant pas de l'actionnariat d'une société mais qui influencent pourtant sa gouvernance et ses prises de décision, en intervenant directement auprès de ses actionnaires. C'est le cas particulier des *proxy advisors*, influençant la prise de décision de manière indirecte dans de nombreuses sociétés (Section 3).

Section 1 : La polémique de l'hégémonie de l'Etat actionnaire

La présence de l'Etat se retrouve dans de nombreuses sociétés d'importance en France¹⁰³. Que sa participation soit minoritaire, comme dans l'entreprise Renault dont il détient 19,74% des

¹⁰³ Voir Annexes n°3, n°7, n°8, n°9.

actions¹⁰⁴, ou majoritaire, comme pour l'entreprise EDF détenue à 84,49%¹⁰⁵, l'Etat demeure un actionnaire particulier, ses objectifs étant bien différents de ceux des autres actionnaires. En effet, ses décisions sont dictées par la notion d'intérêt général et de politique nationale. L'Etat actionnaire a alors recours à différentes méthodes afin de conserver un certain degré de contrôle sur les sociétés dont il est actionnaire tout en limitant son apport capitalistique, les caisses publiques ne pouvant toujours concurrencer celles des investisseurs institutionnels.

Ainsi, il utilise avant tout le mécanisme du droit de vote double (Paragraphe A) et celui de la golden share (Paragraphe B).

A/ Un maintien systématique du droit de vote double

Utiliser à bon escient, un tel outil permettrait alors à l'Etat de maintenir son droit de vote tout en diminuant son apport capitalistique dans les sociétés dont il est actionnaire en cédant certaines de ses actions, ce qui représenterait une source de profit considérable, les participations dans les sociétés cotées de celui-ci représentant 80,7 milliards d'euros au 31 mars 2015¹⁰⁶.

Une étude menée par Exane BNP Paribas en mars 2015 a analysé la participation que l'Etat pourrait céder tout en conservant le contrôle qu'elle détient dans ces sociétés par l'intermédiaire de ses droits de vote double. Ainsi l'étude démontre par exemple que l'Etat pourrait céder 10,7 % de ses actions détenues dans la société Orange et conserver le même pouvoir tout en obtenant 4,37 milliards d'euros, en supposant qu'il soit le seul à posséder des actions à droit de vote double.¹⁰⁷

Ce dispositif de droit de vote double a d'ailleurs été au cœur d'une affaire grandement médiatisée au sein du groupe Renault dont l'Etat est actionnaire.

Il existe effectivement un automatisme pour ce qui est de l'application du régime du droit de vote double en ce qui concerne les sociétés cotées. Cependant, une assemblée générale

¹⁰⁴ Voir Annexe n°8.

¹⁰⁵ Voir Annexe n°3.

¹⁰⁶ L. Boisseau, La loi Florange ou la cassette secrète de l'Etat actionnaire, Les Echos, 14 avril 2015.

¹⁰⁷ Ad Ibidem.

extraordinaire peut écarter son application en votant en ce sens¹⁰⁸. C'est justement une telle proposition de résolution qui a opposé l'Etat français à Carlos Ghosn, le président-directeur général du groupe Renault depuis 2009.¹⁰⁹

De par une acquisition temporaire d'actions par le mécanisme de la pension, lui ayant permis d'atteindre une minorité de blocage de 19,7% du capital et de 23% des droits de vote, l'Etat a su faire échouer l'adoption de la résolution visant à déroger à la loi Florange, celle-ci n'ayant reçu que 60% des votes exprimés mais nécessitant les deux tiers afin d'être adoptée.

Le droit de vote double est donc un outil peu apprécié du monde actionnarial qui sied particulièrement à l'Etat actionnaire. Cependant, il dispose aussi d'un autre mécanisme qui lui est particulièrement profitable, mais réglementé, la golden share.

B/ Un usage de la golden share réglementé par la Cour de Justice de l'Union Européenne

La golden share, ou action spécifique, est une action de préférence accordant un droit de véto à son propriétaire quelle que soit la part de sa détention au capital social. C'est un dispositif utilisé exclusivement par l'Etat actionnaire dans les sociétés anonymes françaises. Grâce à elle, l'Etat pouvait « garder un contrôle sur l'ensemble du capital d'une entreprise alors qu'il n'en possédait que quelques actions ».¹¹⁰ Cependant, le recours à un tel dispositif est fortement encadré par l'Union européenne. Ainsi, cette action spécifique a été déclarée illégale par la Cour de Justice de l'Union Européenne¹¹¹ dans un arrêt rendu le 4 juin 2002 en ce qui concernait la participation de l'Etat français dans le capital d'Elf Aquitaine, étendue ensuite à TotalFinaElf.

Il est important de noter que la Cour, dans cet arrêt, étudiait trois différents types d'action spécifique : celle du Portugal, de la France et de la Belgique. Ainsi, l'action spécifique mise en place en France permettait à l'Etat français d'être prévenu préalablement au franchissement

¹⁰⁸ Article L. 225-123 du Code de commerce.

¹⁰⁹ Voir <https://group.renault.com/groupe/management/comite-de-direction/carlos-ghosn/>.

¹¹⁰ M.A Frison-Roche, Les conditions communautaires de validité des golden shares dans les entreprises publiques privatisées, D. 2002. 2242.

¹¹¹ À l'époque : la Cour de justice des Communautés européennes.

d'une limite de participation ou de droits de vote et de s'opposer a posteriori aux décisions de cessions¹¹².

Cependant, un tel dispositif constituait une réglementation susceptible « d'empêcher l'acquisition d'actions dans les entreprises concernées et de dissuader les investissements en provenance d'autres Etats membres » risquant ainsi de « rendre illusoire la liberté de circulation des capitaux ».¹¹³ Il serait donc contraire au Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne¹¹⁴, celui-ci interdisant toute restriction des mouvements de capitaux entre Etats membres.

Néanmoins, de telles restrictions sont possibles si celles-ci sont motivées par des raisons d'intérêt général et sont proportionnelles au but recherché. Dans le cas des actions spécifiques françaises, la Cour a cependant estimé que « les mesures en cause vont manifestement au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre l'objectif invoqué », portant une « atteinte grave au principe fondamental de la libre circulation des capitaux ». Les pouvoirs qu'octroyaient ces golden share à l'Etat français étaient effectivement considérables car lui attribuant un pouvoir discrétionnaire.

La Cour condamna les actions spécifiques des Etats français et portugais, ceux-ci ne pouvant justifier une restriction à la liberté de circulation, mais valida l'action spécifique de l'Etat belge, le but recherché par celle-ci – le maintien d'un approvisionnement minimal de gaz en cas de menace réelle et grave – étant compatible avec les principes fondamentaux du droit communautaire.

Au Royaume-Uni, il semble aussi que la golden share ne soit plus considérée comme pérenne, non seulement de par la position de la Commission européenne, mais aussi de par l'évolution du marché forçant les détenteurs de cette action spécifique à la modifier.

Comme pour les autres Etats, celle-ci était utilisée par l'Etat britannique afin de protéger les sociétés nationales, dont l'activité concernait l'intérêt du pays (défense, énergie, etc.), d'une prise de contrôle par une société étrangère.

¹¹² Division de la Presse et de l'information, communiqué de presse n°49/02 du 4 juin 2002.

¹¹³ Ad Ibidem.

¹¹⁴ Articles 63 à 66 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Cette golden share « permettait alors l'octroi au Secrétaire d'Etat (comme détenteur de l'action) de 15% des actions de la société, et de ce fait, la possibilité de bloquer toute prise de contrôle potentielle de celle-ci ». ¹¹⁵

Cependant, sous la pression des autres actionnaires, l'Etat britannique a par la suite abandonné son droit à cette action spécifique, comme avec la société QinetiQ pour laquelle le Ministère de la défense détenait une golden share, ou encore la société Rolls-Royce, pour laquelle le gouvernement du Royaume-Uni a accepté de réformer sa golden share. ¹¹⁶

De plus, comme pour tous les autres Etats membre de l'Union européenne, le Royaume-Uni doit fait face à la Commission européenne qui tend à remettre en question le bien fondé de cette action spécifique, ayant annulé en plus de celle de la France et du Portugal comme vu dans les affaires précitées, la golden share de l'Etat allemand détenu au sein de la société Volkswagen ¹¹⁷, ou encore celle que le Royaume-Uni détenait dans la société BAA Systems, l'opérateur des aéroports du pays.

Le futur de cette action réservée à l'Etat est donc incertain, étant de plus en plus encadrée et ne devant servir qu'à protéger les intérêts nationaux des Etats y ayant recours.

Un autre type d'actionnariat profite de dispositions dérogatoires au droit commun des sociétés afin de posséder une influence bien supérieure à ce que sa participation au capital ne pourrait bien souvent lui laisser prétendre, c'est le cas de l'actionnariat salarié.

Section 2 : L'influence déséquilibrée de l'actionnariat salarié par rapport à sa participation capitalistique

L'actionnariat salarié est né d'un mouvement relativement récent débuté avec l'ordonnance n° 59-126 du 7 janvier 1959 tendant à favoriser l'association ou l'intéressement des travailleurs à l'entreprise, visant à mieux intégrer les salariés dans le fonctionnement et la gestion de la

¹¹⁵ The end of golden shares - World Finance (traduction en français), 2013.

¹¹⁶ Ad Ibidem.

¹¹⁷ Martin Vander Weyer The death of the golden share - The Spectator, 2007.

société. Cet actionnariat trouve sa particularité de par les prérogatives extraordinaires qui lui sont octroyées (A) mais aussi de par le dispositif d'émission des actions qu'il peut acquérir (B).

A/ Les prérogatives extraordinaires de l'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié connaît une importance grandissante dans plusieurs sociétés du CAC 40.¹¹⁸ L'un de ses objectifs est de viser le seuil des 3% de détention du capital de l'entreprise. En effet, les articles L. 225-23 et L. 225-71 du Code de commerce prévoient pour les sociétés anonymes à conseil d'administration et à conseil de surveillance que *« dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, lorsque le rapport présenté par le conseil d'administration lors de l'assemblée générale en application de l'article L. 225-102 établit que les actions détenues par le personnel de la société ainsi que par le personnel de sociétés qui lui sont liées au sens de l'article L. 225-180 représentent plus de 3 % du capital social de la société, un ou plusieurs administrateurs sont élus par l'assemblée générale des actionnaires sur proposition des actionnaires visés à l'article L. 225-102 [...]. Ces administrateurs sont élus parmi les salariés actionnaires ou, le cas échéant, parmi les salariés membres du conseil de surveillance d'un fonds commun de placement d'entreprise détenant des actions de la société. »*

Ce seuil de 3% de détention de capital permet donc aux salariés d'être directement représentés au sein du conseil d'administration de la société, leur conférant un avantage considérable et non-égalé par les autres actionnaires.

En effet, un actionnaire conventionnel, par son droit de vote, peut influencer sur la nomination des dirigeants de la société lors des assemblées générales. Cependant, le fait qu'un actionnaire, ou qu'une catégorie d'actionnaires, puisse obtenir son propre représentant au sein du conseil d'administration de la société en ne rassemblant que 3% des parts du capital social de la société est tout à fait remarquable.

¹¹⁸ Voir annexes n°1, n°7, n°8, n°9, n°10.

Il faut en effet rappeler qu'il revient au conseil d'administration de nommer le directeur général de la société¹¹⁹, qui est en charge de sa gestion quotidienne. Ainsi, le représentant des salariés actionnaires au sein de cet organe pourra exprimer le choix de cette classe actionnariale concernant leur dirigeant.

Le but de ces actionnaires ne serait donc pas forcément de prendre le contrôle de la société, mais d'atteindre ce seuil décisif de 3% afin d'obtenir une meilleure représentation au sein de la société et participer activement à sa gestion.

Au Royaume-Uni, l'actionnariat salarié est particulièrement présent, le nombre d'actionnaires salariés ayant augmenté de 8% (200.000 personnes) entre 2011 et 2014 tandis que ce chiffre baissait de 8% pour le reste de l'Europe continentale.

Par ailleurs, la concentration d'actionnaires est parfois telle que se forment des « employee owned companies », des entreprises contrôlées par les salariés, soit des sociétés dont au moins 25% du capital est détenu par les salariés.¹²⁰ Ainsi, la société John Lewis Partnership, considérée comme « *fer de lance de l'employee ownership au Royaume-Uni [...] compte plus de 90 000 salariés qui détiennent tous une part de capital* ». ¹²¹

Cependant, le mécanisme de nomination automatique d'un administrateur représentatif des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration de la société n'existe pas dans les sociétés au Royaume-Uni.

Une loi prévoit tout de même, que lorsque les actions sont détenues par un *trust* pour le compte des salariés alors une représentation des salariés doit être prévue au sein de ce *trust*, et celui-ci pourra être présent au conseil d'administration de la société, mais cela n'est pas pour autant une obligation légale.

¹¹⁹ Article L225-51-1 du Code de commerce.

¹²⁰ Pendleton A., Robinson A. (2015), Employee Ownership in Britain Today, White Rose Employee Ownership Centre.

¹²¹ L. Guery, L'actionnariat salarié en période de crise : performance économique, performance sociale, questions de gouvernance, juillet 2015. p. 65.

Ainsi, « plus que les contraintes légales, ce sont les bonnes pratiques qui incitent les entreprises à ce que les salariés soient représentés dans les organes de direction de l'entreprise ». ¹²²

Cependant, tous ces outils législatifs mis à la disposition de l'actionnariat salarié n'ont qu'une utilité relative, l'existence même de cette classe actionnariale étant subordonnée à l'approbation des autres actionnaires.

B/ Un dispositif d'émission particulier conditionnant l'accès au capital

Afin d'encourager la participation des salariés dans la vie économique de la société, plusieurs moyens ont été mis en place leur permettant l'acquisition de valeurs mobilières.

Les salariés disposent de trois dispositifs afin de souscrire au capital social de la société dans laquelle ils travaillent.

Le premier de ces dispositifs est les « stock-options », prévus à l'article L. 225-177 du Code de commerce : *« L'assemblée générale extraordinaire, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et sur le rapport spécial des commissaires aux comptes, peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à consentir, au bénéfice des membres du personnel salarié de la société ou de certains d'entre eux, des options donnant droit à la souscription d'actions »*

Le second dispositif permettant aux salariés de détenir une part du capital social d'une société est prévu à l'article L. 3332-18 du Code du travail, celui-ci mettant en place une obligation pour les sociétés, en cas de décision d'augmentation du capital par apport en numéraire, d'ajouter à l'ordre du jour de l'assemblée générale extraordinaire devant se prononcer sur ladite augmentation de capital, un projet de résolution visant à effectuer une augmentation de capital en faveur des salariés. Un point important est à souligner toutefois, « si l'assemblée générale extraordinaire est tenue de se prononcer sur ce point, elle n'est évidemment pas obligée de donner suite au projet ». ¹²³

¹²² L. Guery, op. cit. p. 72.

¹²³ M. Cozian, op. cit. point 826.

Par ailleurs, l'article L. 225-149-3 du Code de commerce a étendu le régime de cette obligation aux sociétés dont le capital social est détenu à moins de 3% par les salariés devant tenir une assemblée générale extraordinaire tous les trois ans avec comme projet de résolution inscrit à l'ordre du jour, une augmentation de capital réservée aux salariés.

Le troisième et dernier dispositif permettant aux salariés de devenir des actionnaires de la société est l'attribution gratuite d'actions, système inspiré des pratiques anglo-saxonnes et prévu à l'article L225-197-1 du Code de commerce. Encore une fois, une telle option doit être adoptée par une assemblée générale extraordinaire sur proposition du conseil d'administration ou du directoire.

La fragilité de cet actionnariat vient donc directement du processus d'émission des actions qu'il peut acquérir. Son existence dépend des membres du conseil d'administration ou du directoire et des autres actionnaires, qui peuvent ne pas voir d'un bon œil l'ouverture du capital de la société à des actionnaires dont la vision et les desseins semblent éloignés des leurs.

Ainsi, cette prérogative législative permettant aux actionnaires salariés d'obtenir un représentant nommé au conseil d'administration pourrait jouer en leur défaveur, décourageant les actionnaires existants d'adopter une résolution permettant l'ouverture du capital à ces derniers.

Cependant, parmi les pays européens, la France et la Grande-Bretagne sont les pays où l'actionnariat salarié est le plus développé (environ 3,5 millions d'actionnaires salariés en 2015 en France).

En effet, selon la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié, 50% des salariés des grandes entreprises cotées françaises détiennent des actions de leur entreprise fin 2014 contre 25% de moyenne en Europe.¹²⁴

¹²⁴ EFES-FEAS, recensement économique annuel de l'actionnariat salarié dans les pays européens, 2015.

Il a été observé que ces sociétés diffèrent des autres essentiellement dans leur vision et gestion à long terme « allant dans le sens des intérêts des salariés qui sont également les actionnaires ». ¹²⁵

Ainsi, un actionnariat majoritairement salarial est synonyme de « long-termisme » dans la gestion de la société l'opposant de facto à une autre classe actionnariale, celle des actionnaires institutionnels s'appuyant avant tout sur l'expertise d'agence de conseil en vote (proxy advisors) qui aujourd'hui ont un rôle grandissant dans la détermination des résolutions et des prises de décisions dans les assemblées générales.

Section 3 : Le cas particulier des *proxy advisors*, les sociétés cotées aux mains de non-actionnaires ?

Les proxy advisors, ou les agences de conseil en vote sont des agences de professionnels qui conseillent les actionnaires de sociétés cotées concernant le vote des résolutions en assemblée générale. De par leur fonction, ces « non-actionnaires » influent directement sur la gouvernance de la société, sur les projets de résolutions figurant à l'ordre du jour des assemblées générales des actionnaires et sur leur adoption, et cela en n'ayant acquis aucune part du capital social des sociétés qu'elles analysent et sur lesquelles elles émettent des avis.

Il est intéressant de noter que cette pratique pourrait être interprétée comme allant à l'encontre de l'ancien article L.225-106 du Code de commerce qui, précédemment à sa modification par une ordonnance du 9 décembre 2010¹²⁶, interdisait implicitement aux actionnaires de se faire représenter par un non-actionnaire afin d'éviter les « agitateurs, les maîtres chanteurs et les cabinets d'affaires faisant profession de l'état de mandataire »¹²⁷.

De ce fait, les proxy advisors, en plus de leur activité de conseil, sont désormais autorisés par la loi à exercer la fonction de mandataire auprès des actionnaires.¹²⁸

¹²⁵ Louis Guery, op. cit. p. 72.

¹²⁶ Ordonnance n°2010-1511 du 9 décembre 2010 - art. 3.

¹²⁷ Propos de J. Foyer à l'Assemblée Nationale, séance du 8 juin 1965, cités par P. Ledoux, Le droit de vote des actionnaires, Thèse de 2002, n° 314.

¹²⁸ Article L. 225-106 du Code de commerce.

L'activité des proxy advisors met en exergue la problématique de l'intérêt périodique que portent les actionnaires au sort de la société et à sa gestion. Aussi « *l'absentéisme peut (...) se concevoir comme le signe d'une gestion saine du groupe, dans la mesure où les actionnaires ne votent pas lorsqu'ils sont satisfaits de la manière dont est dirigé le groupement. Tant qu'il n'y a pas de difficultés sérieuses, ils se désintéressent des assemblées. En revanche, lorsque la question posée en assemblée est grave, ils votent en masse* ». ¹²⁹

Ainsi de l'activité des proxy advisors, découle l'émergence d'un nouveau type d'actionnaire, « *sans actions, sans apports mais avec des droits de vote* » ¹³⁰.

Mais même sans représenter par la voie du mandat les actionnaires, les proxy advisors influencent directement leur vote, et orientent donc les prises de décision des sociétés. Il serait alors possible de parler d'exercice indirect du droit de vote des actionnaires, tant l'influence de ces agences de conseil en vote est importante.

Ainsi, « *en 2009, leurs recommandations négatives ont [...] contribué au rejet ou à l'adoption avec une faible majorité de nombreuses résolutions d'émetteurs* ». ¹³¹ Ils disposent alors de moyens de pression efficaces pour faire adopter par les sociétés les critères de gouvernance qu'ils suggèrent. Dans le cas contraire, un avis défavorable à l'encontre d'un des projets de résolution pourrait faire échouer son adoption.

En effet, « *si une résolution ne fait l'objet d'aucune recommandation de vote négative, elle obtient rarement moins de 95 % de vote favorable. Si, en revanche, une résolution fait l'objet d'une recommandation négative de la seule agence RiskMetrics, le taux d'approbation tombe à environ 78 %* ». ¹³²

C'est donc une situation peu orthodoxe qui se crée ici, les résolutions étant adoptées ou rejetées par une tierce personne, non actionnaire de la société et par la simple publication d'un avis positif ou négatif à l'égard de celles-ci.

¹²⁹ F. Masquelier, *Le droit de vote en droit privé*, Thèse dactylographiée, Nice Sophia-Antipolis, 1999, n°14, p. 10.

¹³⁰ Frank Martin Laprade, *op. cit.*, p. 389.

¹³¹ A. Omaggio, *Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?* - La semaine juridique – édition entreprises et affaires n° 46, 12 novembre 2009.

¹³² Ad *Ibidem*.

Cette tendance est d'autant plus forte de par l'influence grandissante de ces agences de conseils. Ainsi, en 2008, dans son rapport annuel, « *RiskMetrics déclare avoir émis des recommandations de vote [...] pour plus de 45 000 assemblées générales dans 110 pays et exercé les droits de vote au nom de ses clients pour 1 300 milliards d'actions* » et Proxinvest¹³³ a rapporté avoir « *analysé 340 assemblées générales de sociétés cotées en France, soit 4 920 résolutions* » et le tout pour un portefeuille dépassant les 100 milliards d'euros.¹³⁴

Cette situation est en complète opposition avec le principe de risque économique qui accompagne la propriété des actions et droit de vote et tend ainsi à mettre en exergue la déconnexion grandissante entre participation au capital et pouvoir.

Une nuance est toutefois à apporter concernant l'agence Proxinvest. Celle-ci déclare effectivement désormais ne formuler d'avis que sur des sociétés dont elle est elle-même actionnaire au nominatif. Cependant cette situation n'est pas forcément préférable, les agences de conseil en vote pouvant alors profiter de leur influence afin d'impacter le cours de l'action de la société et en tirer des avantages financiers importants.

¹³³ Les agences de conseil en vote RiskMetrics et Proxinvest sont reconnues pour être les plus influentes pour les assemblées générales d'émetteurs français ; A. Omaggio, op. cit.

¹³⁴ A. Omaggio, op. cit.

CONCLUSION

Les actionnaires disposent de nombreuses possibilités afin d'augmenter leur pouvoir au sein d'une société tout en minimisant leur investissement. Que ces mécanismes soient employés de manière unique ou combinée, l'usage des actions de préférence, des pactes d'actionnaires, ou des actions à droit de vote double permet de passer outre le principe dit « de proportionnalité ».

Les déconnexions et disproportionnalités qui en résultent entre pouvoir, risque et participation, remettent en cause l'équilibre des forces au sein des sociétés et les rapports entre les différents actionnaires. Les possibilités de prise de contrôle d'une entité s'en voient démultipliées tout comme les schémas politiques organisant le contrôle des sociétés.

Ces dispositifs, entérinés par le législateur et sans cesse réinventés par les praticiens, s'adaptent aux différents besoins des actionnaires. Mais l'absence de risque financier qui y est attaché laisse ouverte la question des conséquences futures de cet élan et des limites qui seront imposées à ces dissociations entre pouvoir et participation.

BIBLIOGRAPHIE

I. OUVRAGES, RAPPORTS ET THESES

1. **Thèse : Les remèdes proposés contre l'abstentionnisme des actionnaires aux assemblées générales**, Jean Guimont, Université de Paris- faculté de droit, 1932
2. **Les Droits des actionnaires dans les sociétés anonymes. Théorie et réalité.** Pierre Vigreux, 1953
3. **Les droits de la minorité dans la société anonyme**, D. Schmidt, Bid. dr. com., t. 21, Sirey, 1970
4. **Traité de droits civil**, Ghestin et Goubeaux, t. 1 Introduction générale, 2^{ème} éd, 1984
5. **Le pouvoir en droit privé**, E. Gaillard, Economica, 1985
6. **Thèse : La protection des actionnaires minoritaires dans les sociétés de capitaux en droit français et en droit anglais comparés** de Marie-Danielle Poisson, Université de Clermont 1, 1994
7. **L'Etat actionnaire : ses droits, ses obligations, son impact dans la vie des sociétés. Exemples camerounais et français.** Thèse de doctorat de Simon Pierre Désiré Zogo Nkada sous la direction de Jean Virole, 1997
8. **Le pouvoir actionnarial : les relations société-investisseurs face à la mondialisation des marchés**, Patrick Bompont et Bernard Marois, Jv. et Ds., 1998
9. **Le droit de vote en droit privé**, Thèse dactylographiée, Nice Sophia-Antipolis, F. Masquelier, 1999

10. **L'introduction en France d'action traçante**, rapport commandé par la Commission des opérations de bourse, R. Barbier, 2000
11. **La République des actionnaires**, Pierre-Yves Gomez, Coll. Alternatives Economiques, éditions Syros, 2001
12. **Le droit de vote des actionnaires**, Patrick Ledoux, Bibliothèque de droit privé Tome 379, LGDJ, 2002
13. **Les limites de la liberté contractuelle en droit des sociétés, les connexions radicales**, Sophie Schiller, bibliothèque de droit privé Tome 378, LGDJ, 2002
14. **L'exercice du contrôle dans les sociétés anonymes**, Laure Brunouw, Maris-Christine Monsallier-Saint-Mleux, Lille II, université du droit et de la santé, école doctorale n°74, Octobre 2003
15. **L'égalité entre actionnaires : mythe ou réalité ?**, Yves De Cordt vol 63, Bruylant, 2003
16. **L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français**, Elisabeth Grimaux, Litec, 2004
17. **One share-One vote, le nouveau Saint Graal**, Viviane de Beaufort, Centre de recherche de l'ESSEC, décembre 2006
18. **Concert et contrôle - Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés**, Frank Martin Laprade, Joly Editions, 2007
19. **Du contrat en droit des sociétés**, Essai sur le contrat instrument d'adaptation du droit des sociétés, Géraldine Goffaux-Callebaut, Collection Presses Universitaires de Sceaux, L'Harmattan, 2008
20. **La direction des sociétés anonymes en Europe, vers des pratiques harmonisées de gouvernance ?**, sous la direction de Yves Chaput et Aristide Lévi, Centre De Recherche Sur Le Droit Des Affaires (CREDA), Lévi 2008

21. **Thèse : Les incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions**, Assétou Traore, dirigée par le Professeur Nicolas Mathey, Université Clermont 1, 2009
22. **Les sociétés commerciales**, Traité de droit commercial, G. Rippert et R. Robelot Tome 1 Volume 2 19e édition, Michel Germain et Véronique Magnier, LGDJ, 2010
23. **Manuel Droit des sociétés**, 25^e édition, Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, LexisNexis, 2012
24. **Thesis : Dueling shares : comparatives EU-US corporate governance practices**, W. K. Taylor, University of Illinois at Urbana-Champaign, 2013
25. **Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement, Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risque financier (Empty voting et hidden ownership)**, Frédéric Leplat, Bruno Dondero, Lamia El Badawi, Centre Universitaire Rouennais d'Études Juridiques, décembre 2013
26. **Thèse : Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement, Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risque financier (Empty voting et hidden ownership)** sous la direction de Frédéric Leplat, Université de Rouen, décembre 2013.
27. **Précis de droit des sociétés**, Alain Steichen, Edition Saint-Paul, 2014
28. **L'actionnariat salarié en période de crise : performance économique, performance sociale, questions de gouvernance**, Louis Guery, juillet 2015.
29. **Employee Ownership in Britain Today**, Robinson A., White Rose Employee Ownership Centre, Pendleton A., 2015

II. REVUES DE DROIT

1. **Revue Société 1989, L'égalité en droit des sociétés (aspect en droit interne)**, Jacques Mestre
2. **Revue de Jurisprudence Commerciale, Fondement historiques et philosophiques de la loi de la majorité**, Exposé introductif, colloque Deauville, Dominique Schmidt, nov. 1991
3. **Revue d'économie financière Année 2001 Volume 63 Numéro 3**, La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique, Jacques Hamon, Université Paris-Dauphine, Février 2001
4. **Dalloz. 2002. 2242, Les conditions communautaires de validité des golden shares dans les entreprises publiques privatisées**, Marie-Anne Frison-Roche, 2002
5. **Division de la Presse et de l'information**, communiqué de presse n°49/02 du 4 juin 2002
6. **Journal des sociétés, n° 13**, Jean-Jacques Daigre, L'aménagement du droit de vote, n° 13, septembre 2004
7. **Hanse Law Review, The legality of Golden shares under EC law**, I. Kuznetsov, vol. 1 N°1, 2005
8. **Jurisclasseur sociétés traités, Valeurs mobilières composées**, Thierry Bonneau, fascicule 1903, 2005.
9. **Washington And Lee Law Review 1347**, Social conception of the corporation, A. Dunlavy, 2006,
10. **Option finance n°994, une action = une voix, faut-il tendre vers une démocratie actionnariale ?**, Edith Ginglinger, 8 septembre 2008
11. **JCP / La semaine juridique – Edition entreprise et affaires n°46. 12 novembre 2009 : Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ?**
Etude par Alexandre Omaggio
12. **Revue de Droit bancaire et financier n°1, Janvier 2009, étude 8 Instruments « Equity » et Encadrement des offres publiques : l'expérience anglaise. – Perspectives britanniques sur les instruments dérivés sur actions à dénouement**

en numéraire : Etude par Alexandre Hayes, avocat à la Cour, cabinet Clifford Chance et Jonathan LEWIS avocat associé, cabinet Clifford Chance

13. **Revue de Droit bancaire et financier n°3, Mai 2010, repère 3 l'empty voting est à l'ordre du jour**, Hervé LE NABASQUE, agrégé des facultés de droit professeur à l'université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)
14. **Option Finance, Régime des déclarations de franchissement de seuils : un dispositif complexe à l'efficacité parfois discutable** ; par Jérôme Lombard-Platet 14 avril 2014
15. **JCP droit des sociétés n°7, Le droit de véto**, Henri Hovasse, dossier 5, juillet 2014
16. **JCP Droit des sociétés n°10, Le droit de vote des actionnaires en AG : le droit de vote double**, étude 17, Jean-Paul Valuet, , Octobre 2014, étude 17
17. **JurisClasseur Sociétés Traité Fasc. 136-35 : ASSEMBLÉES D'ACTIONNAIRES. – Règles communes à toutes les assemblées. – Tenue de l'assemblée Date du fascicule : 10 Juin 2015**

III. DOCUMENTS EN LIGNE

1. **The death of the golden share** - Martin Vander Weyer - The Spectator 24 octobre 2007: <http://www.spectator.co.uk/2007/10/the-death-of-the-golden-share/>
2. **Les actions de préférence**, Lefèvre Pelletier et associés, Avocat 19 avril 2012, http://www.lpalaw.com/documents/agenda/169_PRES_Actions_de_preferance_19_avril_2012_version-=_ongue-19h.pdf
3. **The end of golden shares - World Finance**-Lyndon Driver, 7 mai 2013 : <http://www.worldfinance.com/strategy/corporate-governance-strategy/the-end-of-golden-shares>
4. **Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français**, Par Yves Mard, Sylvain Marsat et Fabien Roux, le 17 avril 2014 <http://fcs.revues.org/1559>
5. **La loi Florange ou la cassette secrète de l'Etat actionnaire**, Journaliste au service Marchés, Laurence Boisseau - Les Echos | Le 14/04/2015

http://www.lesechos.fr/14/04/2015/LesEchos/21918-032-ECH_la-loi-florange-ou-la-cassette-secrete-de-l-etat-actionnaire.htm

- 6. Droits de vote double : Renault convoque un conseil de crise**, Maxime Amiot - Les Echos | Le 16/04/2015

http://www.lesechos.fr/16/04/2015/LesEchos/21920-061-ECH_droits-de-vote-double--renault-convoque-un-conseil-de-crise.htm

- 7. Renault : cinq questions clefs sur le bras de fer avec l'Etat** Maxime Amiot
Laurence Boisseau - Les Echos | Le 20/04/2015

http://www.lesechos.fr/20/04/2015/LesEchos/21922-076-ECH_renault---cinq-questions-clefs-sur-le-bras-de-fer-avec-l-etat.htm

- 8. L'Etat impose les droits de vote double chez Renault**, Ingrid Feuerstein, le 30/04/15, les echos.fr

http://www.lesechos.fr/30/04/2015/lesechos.fr/02142429129_l-etat-impose-les-droits-de-vote-double-chez-renault.htm

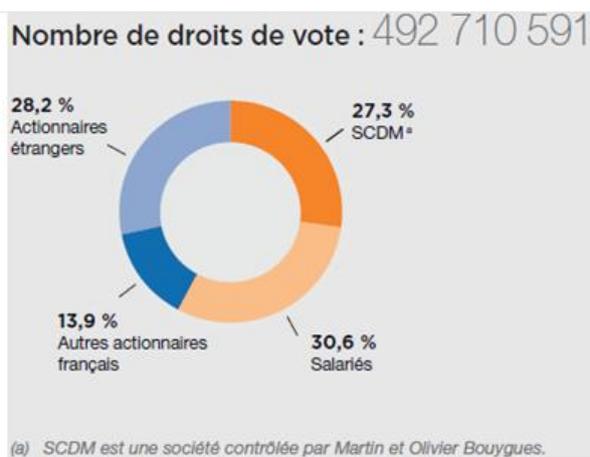
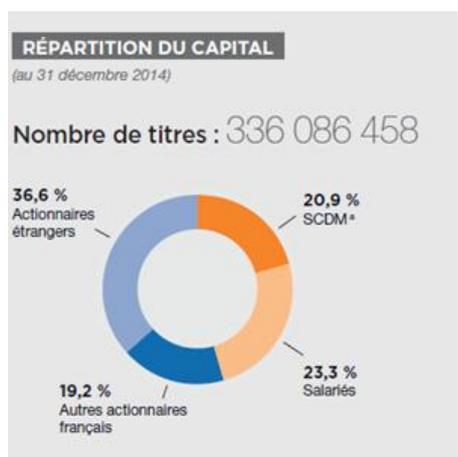
- 9. Les nouvelles actions de préférence en droit français un outil essentiel pour les opérations de capital investissement** Par Charles-Emmanuel Prieur – UGGC And Associé

<http://www.fusacq.com/buzz/ae45,les-nouvelles-actions-de-preference-en-droit-francais-un-outil-essentiel-pour-les-operations-de-capital-investissement.html>

IV. ANNEXES

REPARTITION DU CAPITAL DE SOCIETES DU CAC 40 SELON LEUR RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE DE L'ANNEE 2014

1. Bouygues répartition du capital et des droits de vote



2.

CARREFOUR

Actionnaires	Nombre de titres	En %	Nombre de voix AGO	En %	Nombre de voix AGE	En %
Blue Partners ⁽¹⁾	41 383 842	5,63 %	67 337 115	8,11 %	67 337 115	8,11 %
ColDevelopment SARL	1 250 000	0,17 %	1 250 000	0,15 %	1 250 000	0,15 %
Cervinia Europe	38 046 501	5,18 %	69 546 501	8,37 %	69 546 501	8,37 %
Groupe Arnault SAS ⁽²⁾	2 656 752	0,36 %	2 656 752	0,32 %	2 656 752	0,32 %
Bunt ⁽³⁾	25 388 570	3,45 %	25 388 570	3,06 %	25 388 570	3,06 %
Sous-total	108 725 665	14,79 %	166 178 938	20,01 %	166 178 938	20,01 %
Galfa ⁽⁴⁾	69 817 000	9,50 %	69 817 000	8,41 %	69 817 000	8,41 %
Salariés	7 783 462	1,06 %	15 531 062	1,87 %	15 531 062	1,87 %
Autodétention	10 281 473	1,40 %				
Autocontrôle						
Public	538 306 309	73,25 %	579 022 897	69,72 %	579 022 897	69,72 %
TOTAL	734 913 909	100,00 %	830 549 897	100,00 %	830 549 897	100,00 %

(1) Dont 5 000 000 actions prêtées par Blue Partners avec une faculté de rappel à sa seule initiative en vertu de l'article L. 233-9 I, 6° du Code de commerce.

(2) Détention par assimilation d'actions Carrefour pouvant être acquises au titre d'option d'achat d'actions.

(3) Dont 24 999 996 actions détenues par assimilation d'actions Carrefour pouvant être acquises au titre d'option d'achat d'actions.

(4) Dont 14 316 725 actions via contrat d'equity swap.

Au 31 décembre 2014, les sociétés Blue Partners et Cervinia Europe possèdent 57 453 273 titres octroyant un droit de vote double.

3.

EDF

	Situation au 31/12/2014			Situation au 31/12/2013			Situation au 31/12/2012		
	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
État	1 571 433 448	84,49	84,56	1 571 433 448	84,49	84,56	1 561 222 705	84,44	84,54
Institutionnels et particuliers	254 927 584	13,70	13,72	253 337 995	13,62	13,64	251 350 774	13,59	13,61
Actionnariat salarié	31 965 255 ⁽¹⁾	1,72	1,72	33 493 009 ⁽²⁾	1,80	1,80	34 131 850 ⁽³⁾	1,85	1,85
Actions autodétenues	1 682 181	0,09	-	1 744 016	0,09	-	2 161 333	0,12	-
TOTAL	1 860 008 468	100,00	100,00	1 860 008 468	100,00	100,00	1 848 866 662	100,00	100,00

(1) Ce nombre comprend d'une part 27 443 950 actions (représentant 1,48 % du capital) sur la base de la définition de l'actionnariat salarié au sens de l'article L. 225-102 du Code de commerce (actions détenues par les salariés et anciens salariés d'EDF au travers des FCPE « Actions EDF » du plan d'épargne Groupe EDF et du plan d'épargne Groupe EDF International). Ce nombre comprend d'autre part près de 4,5 millions d'actions, représentant 0,24 % du capital, détenues au nominatif pur ou administré, sans délai d'incessibilité ou au-delà des périodes d'incessibilité, par des actionnaires salariés ou anciens salariés.

(2) Ce nombre comprend d'une part 28 430 375 actions (représentant 1,53 % du capital) sur la base de la définition de l'actionnariat salarié au sens de l'article L. 225-102 du Code de commerce (actions détenues par les salariés et anciens salariés d'EDF au travers des FCPE « Actions EDF » du plan d'épargne Groupe EDF et du plan d'épargne Groupe EDF International). Ce nombre comprend d'autre part près de 5,1 millions d'actions, représentant 0,27 % du capital, détenues au nominatif pur ou administré, sans délai d'incessibilité ou au-delà des périodes d'incessibilité, par des actionnaires salariés ou anciens salariés.

(3) Ce nombre comprend d'une part 29 042 964 actions (représentant 1,57 % du capital) sur la base de la définition de l'actionnariat salarié au sens de l'article L. 225-102 du Code de commerce (actions détenues par les salariés et anciens salariés d'EDF au travers des FCPE « Actions EDF » du plan d'épargne Groupe EDF et du plan d'épargne Groupe EDF International). Ce nombre comprend d'autre part près de 5,1 millions d'actions, représentant 0,28 % du capital, détenues au nominatif pur ou administré, sans délai d'incessibilité ou au-delà des périodes d'incessibilité, par des actionnaires salariés ou anciens salariés.

À la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire que l'État français ne détient directement ou indirectement plus de 5 % du capital et des droits de vote.

4.

LVMH

CAPITAL ET DROITS DE VOTE

	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote ^(a)	% du capital	% des droits de vote
Groupe familial Arnault	236 421 811	455 684 247	46,57 %	62,59 %
Autres	271 289 902	272 343 729	53,43 %	37,41 %
Total	507 711 713	728 027 976	100,00 %	100,00 %

[a] Nombre total de droits de vote exerçables en Assemblée générale.

5.

LAFARGE

Principaux actionnaires

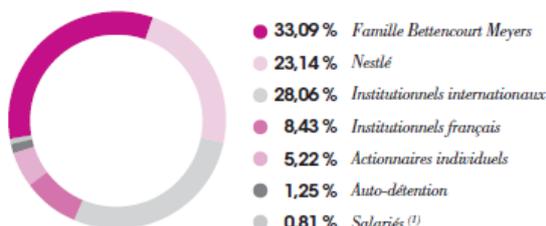
Au 31 décembre	2014				2013			
	Nombre d'actions détenues	Nombre de droits de vote détenus	% du capital	% des droits de vote	Nombre d'actions détenues	Nombre de droits de vote détenus	% du capital	% des droits de vote
Groupe Bruxelles Lambert	60 568 754	1 20 876 019	21,1	29,3	60 307 265	109 614 530	20,9	27,2
NNS Holding Sàrl	40 063 011	80 126 022	13,9	19,4	40 063 011	80 126 022	13,9	19,9
Dodge & Cox	20 978 862	28 396 758	7,3	6,9	20 182 686	27 409 519	7,0	6,8
Autres institutionnels ⁽¹⁾	136 549 558	144 594 498	47,5	35,0	132 346 026	141 721 165	46,2	35,3
Actionnaires individuels	29 310 961	38 759 141	10,2	9,4	34 448 474	43 545 874	12,0	10,8
Auto-détention	70 538	70 538 ⁽²⁾	-	-	17 935	17 935 ⁽²⁾	-	-
TOTAL	287 541 684	412 822 976	100,0	100,0	287 365 397	402 435 045	100,0	100,0

Source : Thomson Reuters.

(1) Incluant 51 471 actions actuellement conservées par Cementia Holding AG au bénéfice des actionnaires n'ayant pas encore demandé l'attribution de leurs titres Lafarge à la suite de l'offre publique de retrait initiée en 2002 par Lafarge sur les titres de Cementia Holding AG.

(2) Droits de vote dits théoriques, en Assemblée générale ces actions perdent leur droit de vote.

6.

LOREAL**/ STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT AU 31 DÉCEMBRE 2014**

(1) Dont 0,74% dans le Plan épargne entreprise au sens de l'article L. 225-102 du Code de commerce.

7.3.2. Evolution de la répartition du capital et des droits de vote au cours des trois dernières années

Au cours des trois dernières années, la répartition du capital et des droits de vote a évolué de la manière suivante :

	31.12.2014			31.12.2013			31.12.2012		
	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote (4)	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote (4)	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote (4)
Famille Bettencourt Meyers (1) (2)	185 704 089	33,09	33,09	185 661 879	30,64	30,64	185 661 879	30,50	30,50
Nestlé S.A. (2)	129 881 021	23,14	23,14	178 381 021	29,44	29,44	178 381 021	29,30	29,30
Concert	315 585 110	56,23	56,23	364 042 900	60,08	60,08	364 042 900	59,80	59,80
PEE (3)	4 530 801	0,81	0,81	4 252 345	0,70	0,70	4 379 821	0,72	0,72
Public	234 125 967	41,71	41,71	231 498 785	38,21	38,21	229 933 941	37,76	37,76
Actions auto-détenues	6 988 511	1,25	-	6 107 857	1,01	-	10 454 165	1,72	-
TOTAL	561 230 389	100,00	98,75	605 901 887	100,00	98,99	608 810 827	100,00	98,28

(1) Dont 185 654 833 actions L'Oréal détenues en pleine propriété ou en usufruit par Téthys, société par actions simplifiée dont Mme Liliane Bettencourt détient en usufruit la quasi-totalité des actions et des droits de vote attachés. Mme Françoise Bettencourt Meyers est nue propriétaire de 76 441 389 actions L'Oréal dont l'usufruit est détenu par Téthys, société dont elle est Présidente.

(2) La famille Bettencourt Meyers et Nestlé S.A. agissent de concert (voir ci-après les Accords d'actionnaires portant sur les titres composant le capital de la société).

(3) Dont 0,74% dans le Plan épargne entreprise au sens de l'article L.225-102 du Code de Commerce.

(4) Calculés conformément à l'article 225-11 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.

7.

ORANGE

6.2.1 Répartition du capital et des droits de vote

Détenteur	31 décembre 2014			31 décembre 2013			31 décembre 2012		
	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
Epifrance Participations (1)	307 197 309	11,60 %	11,60 %	357 526 131	13,50 %	13,62 %	357 526 131	13,50 %	13,61 %
État	356 194 433	13,45 %	13,45 %	356 194 433	13,45 %	13,57 %	356 194 433	13,45 %	13,56 %
Total Secteur Public	663 391 742	25,04 %	25,04 %	713 720 564	26,94 %	27,18 %	713 720 564	26,94 %	27,16 %
Personnel du Groupe (2)	134 509 713	5,08 %	5,08 %	122 606 645	4,63 %	4,67 %	122 529 706	4,63 %	4,66 %
Autodétention	41 017	0,00 %	0,00 %	23 367 136	0,88 %	-	21 481 241	0,81 %	-
Flottant	1 850 942 911	69,88 %	69,88 %	789 191 038	67,55 %	68,15 %	1 791 153 672	67,62 %	68,17 %
Total	2 648 885 383	100 %	100 %	2 648 885 383	100 %	100 %	2 648 885 383	100 %	100 %

(1) Groupe public de financement et d'investissement pour les entreprises, issu du regroupement de CSECO, CDC Entreprises, FSI et FSI Régions.

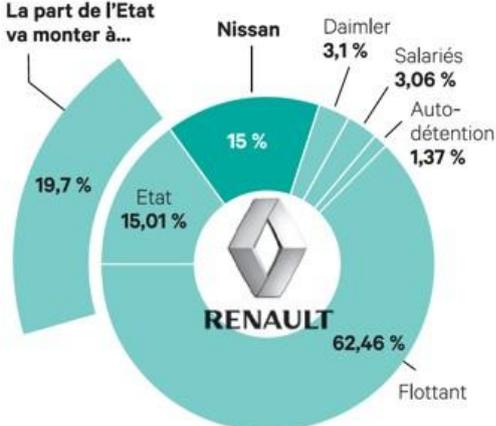
(2) Comprend les actions détenues dans le cadre du plan d'épargne Groupe ou sous la forme romitative; ne comprend pas les actions détenues au porteur.

8. Renault / Nissan 2014

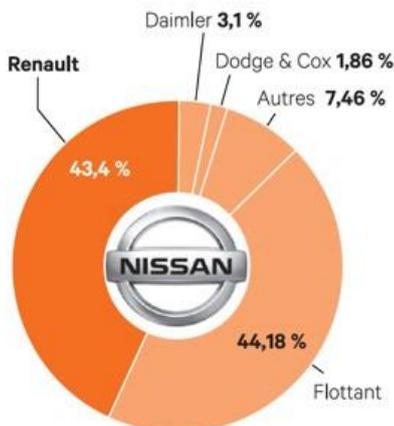
Le capital de Renault...

En %, au 31 décembre 2014

La part de l'Etat va monter à...



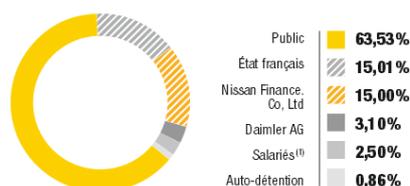
... et de Nissan



«LES ÉCHOS» / SOURCES : SOCIÉTÉS, BLOOMBERG

ACTIONNARIAT au 31 décembre 2014

Répartition du capital en %



(1) La part des titres détenus par les salariés et anciens salariés, pris en compte dans cette catégorie, correspond aux actions détenues dans des FCPE.
(2) Participation indirecte Renault s.a.s.

Rapport de gestion Renault 2015

9.

SAFRAN

7.3.1.1 Situation au 31 décembre 2014

À la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de Safran s'établit comme suit au 31 décembre 2014 :

Actionnaires	Actions		Droits de vote exerçables		Droits de vote théoriques ⁽²⁾	
	Nombre	% capital	Nombre	%	Nombre	%
Public	264 821 713	63,50	270 605 602	52,73	270 605 602	52,66
État	91 693 131	21,99	130 693 131	25,47	130 693 131	25,44
FCPE Salariés ⁽¹⁾	34 262 121	8,22	60 647 931	11,82	60 647 931	11,81
Club Sagem ⁽²⁾	14 754 407	3,54	29 508 814	5,75	29 508 814	5,74
Salariés et anciens salariés	10 894 886	2,61	21 769 985	4,23	21 769 985	4,23
Autodétention	603 327	0,14	-	-	603 327	0,12
Autocontrôle	-	-	-	-	-	-
TOTAL	417 029 585	100,00	513 225 463	100,00	513 828 790	100,00

(1) Participation des salariés au sens de l'article L. 225-102 du Code de commerce.

(2) Club Sagem est une société par actions simplifiée à capital variable qui a pour objet l'acquisition et la gestion de titres et dont le portefeuille est composé de titres Safran et de titres de sociétés issues des activités anciennement exercées au sein du groupe Sagem. Elle est détenue à 65,6 % par des salariés (et anciens salariés) du Groupe (salariés et anciens salariés ex-Sagem), notamment par l'intermédiaire de FCPE, et à 34,4 % par le groupe Crédit Mutuel-CIC.

(3) Calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions d'autodétention privées de droit de vote (art. 223-11 du règlement général de l'AMF).

10.

TOTAL

4.4.1. Évolution de la participation des principaux actionnaires

Les principaux actionnaires sont définis pour les besoins du présent paragraphe comme les actionnaires dont la participation (en capital ou en droits de vote) dépasse 5%.

Les principaux actionnaires de TOTAL au 31 décembre 2014, 2013 et 2012 sont les suivants :

Au 31 décembre	2014			2013		2012	
	% du capital	% des droits de vote	% des droits de vote théoriques ^(a)	% du capital	% des droits de vote	% du capital	% des droits de vote
Blackrock, Inc. ^(b)	6,2	5,4	4,9	NC ^(c)	NC ^(c)	NC ^(c)	NC ^(c)
Salariés du Groupe ^(d)	4,6	8,8	8,1	4,7	8,6	4,4	8,1
Concert GBL-CNP	3,9	3,9	3,6	4,8	4,8	5,4	5,4
dont Groupe Bruxelles Lambert ^(e)	3,0	3,0	2,8	3,6	3,6	4,0	4,0
dont Compagnie Nationale à Portefeuille ^(e)	0,9	0,9	0,8	1,2	1,2	1,4	1,4
Détention intra-Groupe	4,6	-	8,0	4,6	-	4,6	-
dont TOTAL S.A.	0,4	-	0,3	0,4	-	0,3	-
dont Total Nucléaire	0,1	-	0,2	0,1	-	0,1	-
dont filiales d'Elf Aquitaine ^(f)	4,1	-	7,5	4,1	-	4,2	-
Autres actionnaires ^(g)	80,7	81,9	75,4	85,9	86,6	85,7	86,6
dont porteurs d'ADR ^(h)	8,5	8,4	7,7	9,3	9,2	9,3	9,3

(a) En vertu de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions détenues par le Groupe qui sont privées de droit de vote.

(b) Informations issues du formulaire Schedule 13G déposé par BlackRock, Inc. (« BlackRock ») auprès de la SEC le 2 février 2015, aux termes duquel BlackRock déclare une détention de 147 841 504 actions de la Société au 31 décembre 2014 (c'est-à-dire, 6,2% du capital de la Société). BlackRock a précisé qu'il avait le droit exclusif de disposer de celle-ci ainsi qu'un nombre de droits de vote de 128 791 678 (c'est-à-dire 5,4% du capital de la Société). Par ailleurs, BlackRock déclare ne pas avoir de droit conjoint de vote ou de cession sur ces actions.

(c) Non communiqué.

(d) Sur la base de la définition de l'actionnariat salarié au sens de l'article L. 225-102 du Code de commerce. Amundi Group, société holding de Amundi Asset Management, elle-même assurant la gestion du FCPE « TOTAL ACTIONNARIAT FRANCE » (voir ci-dessous), a déposé un formulaire Schedule 13G auprès de la SEC le 11 février 2015 déclarant une détention de 172 847 066 actions de la Société au 31 décembre 2014 (c'est-à-dire, 7,3% du capital de la Société). Amundi Group a précisé qu'il n'avait pas de droit exclusif de vote ou de cession sur ces actions et qu'il avait un droit conjoint de vote sur 64 406 799 de ces actions (c'est-à-dire 2,7% du capital de la Société) et un droit conjoint de cession sur la totalité de ces actions. Par ailleurs, les représentants des salariés siègent au Conseil d'administration de TOTAL S.A.

(e) Groupe Bruxelles Lambert est une société contrôlée conjointement par la famille Desmarais et Frère-Bourgeois S.A., par l'intermédiaire principalement, pour ce dernier, de sa participation directe et indirecte dans Compagnie Nationale à Portefeuille. En outre, il existe une action de concert déclarée entre Groupe Bruxelles Lambert et Compagnie Nationale à Portefeuille. Par ailleurs, ces sociétés ont des dirigeants mandataires sociaux qui siègent au Conseil d'administration de TOTAL S.A.

(f) Fingestval, Société Financière Valorgest et Sogepar.

(g) Comprenant 1,59% d'actionnaires inscrits au nominatif (hors Groupe) en 2014.

(h) American Depositary Shares représentées par des American Depositary Receipts cotés au New York Stock Exchange.

11.

29 février 2016¹³⁵

VIVENDI (structure actionnariale au

Groupes	% du Capital	% droits de vote	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote
Groupe Bolloré	14,35	15,32	196 426 839	196 426 839
BlackRock Inc.	5,03	5,37	68 883 372	68 883 372
CDC-BPI/DFE	3,41	3,64	46 624 217	46 624 217
PEG Vivendi	3,32	3,55	45 491 710	45 491 710
Amundi (Crédit Agricole AM/Société Générale AM)	2,98	3,18	40 759 304	40 759 304
State Street Corporation (SSC)	2,21	2,36	30 283 853	30 283 853
Newton	1,97	2,10	26 914 447	26 914 447
NBIM (Norges Bank Investment Management)	1,53	1,63	20 908 621	20 908 621
ORBIS Investment Management Ltd	1,50	1,60	20 547 011	20 547 011
UBS Investment Bank	1,26	1,35	17 253 929	17 253 929
Mason Capital Management LLC	1,07	1,14	14 653 671	14 653 671
Crédit Suisse Securities (Europe) Limited	1,05	1,12	14 383 636	14 383 636
Rothschild - Asset Management	1,01	1,08	13 822 821	13 822 821
Autodétention et Autocontrôle	6,29	0,00	86 075 166	0
Autres actionnaires	53,01	56,57	725 390 110	725 390 110
TOTAL	100,00	100,00	1 368 418 707	1 282 343 541

¹³⁵ Voir <http://www.vivendi.com/analystes-investisseurs/cours-de-bourse-dividende-et-structure-actionnariale/structure-actionnariale/>.