

STRUCTURE ET DIVERSITÉ DES MODÈLES ACTUELS DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Christophe Clerc

Descartes Legal et Institut d'Etudes Politiques de Paris

Rapport pour l'OIT

Remerciements

Ce rapport a été rédigé avec le soutien financier du bureau de l'OIT pour la France en association avec le département de la recherche.

Il n'engage que son auteur, et sa publication ne signifie pas que l'OIT souscrit aux opinions qui y sont exprimées.

Résumé

*Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely.
John Dalberg-Acton*

Depuis une trentaine d'années, dans le monde entier, les réformes pro-actionnariales se succèdent. Prises individuellement, elles ont une logique qui peut séduire ; mais collectivement, elles ont ouvert la porte aux dérives que l'on constate dans les sociétés cotées de la plupart des pays : montée en puissance d'un activisme dominateur et développement, réactif et préventif, d'un court-termisme dangereux pour l'avenir.

Certains gouvernements et grands fonds institutionnels se plaignent de ce court-termisme, mais c'est comme si, après avoir participé au percement de trous dans un barrage au nom d'un principe de liquidité, ils regrettaient les inondations intervenant en contrebas.

En examinant les différents modèles de gouvernement d'entreprise, le présent rapport permet d'éclairer les causes de ce phénomène et d'en souligner la singularité historique, quand certains voudraient n'y voir que le développement naturel, inéluctable et peut-être même bénéfique d'un capitalisme financiarisé et mondialisé.

Le modèle actuellement dominant est celui de la *suprématie actionnariale*, qui fait injonction aux entreprises d'avoir pour unique objet la création de *valeur actionnariale*, leur demande d'en faire le plus rapidement possible la distribution à leurs *propriétaires*, et exige pour ces derniers un pouvoir souverain dont les seules limites sont celles qu'ils veulent bien s'imposer. La théorie suprématiste ne s'est pas établie en un jour et il est possible de montrer, dans le détail comme à l'aide d'indicateurs synthétiques, comment elle a peu à peu gagné du terrain.

Une mise en perspective suppose en premier lieu un détour théorique. Une analyse classique, qui date des années 1980, oppose "*shareholders*" et "*stakeholders*". Sur ce jeu de mots s'est construite une opposition binaire et hiérarchisée entre actionnaires et parties prenantes qui, si elle a permis certaines avancées utiles, a pour l'essentiel stérilisé la réflexion sur le partage du pouvoir dans l'entreprise. D'un côté, l'actionnaire, catégorie juridiquement bien définie, peut naturellement détenir le pouvoir ; de l'autre, un continuum d'intérêts légitimes mais hétéroclites, mis sur un pied d'égalité, et dont on peine à voir, théoriquement comme concrètement, comment ils pourraient tous accéder aux organes de décision sociale.

C'est ce qu'est venu clarifier la théorie des *parties constituantes*. Une analyse précise montre qu'il faut bien distinguer entre deux catégories mais à condition de les ordonner différemment. D'un côté se trouvent ceux qui subissent le risque de l'activité de l'entreprise et y investissent de façon structurelle, que ce soit de l'argent, du temps ou des compétences – ce sont les "*parties constituantes*", nommément les actionnaires, les dirigeants et les salariés, qui sont au cœur du fonctionnement de

l'entreprise. De l'autre, se réunissent les "*parties prenantes*", à savoir tous ceux qui subissent le risque de l'entreprise mais n'y investissent pas de façon structurelle, comme les créanciers, les clients, les fournisseurs ou les collectivités locales. Les *parties constituantes*, à l'inverse des parties prenantes, sont des catégories juridiquement bien délimitées, qui peuvent facilement désigner des représentants. Ces derniers ont naturellement vocation à avoir accès aux instances de gouvernance, où ils devront mettre en balance leurs intérêts propres et ceux de l'entreprise – autrement dit, il existe pour eux une force de rappel, imparfaite mais bien présente, qui a pour nom l'intérêt de l'entreprise, auquel il ne faut pas attenter sous peine de se porter préjudice à soi-même. Il est ainsi justifié que les *parties prenantes*, faute d'être soumises avec une même intensité à cette force centripète, voient leurs intérêts légitimes protégés non par un accès au conseil d'administration, mais selon des modalités appropriées qui peuvent différer selon les cas d'espèce.

Ce point étant clarifié, il est possible d'examiner les trois modèles théoriques que sont le pouvoir actionnarial, le pouvoir managérial et le pouvoir salarial. Les *actionnaires* sont ceux qui ont le plus développé, depuis les années 1970, les justifications à leur pouvoir, notamment en prétendant être propriétaires et uniques sujets du risque de l'entreprise, selon des affirmations contestées tant par les juristes que par les économistes ; l'augmentation de leur pouvoir est en outre corrélée à une augmentation sans précédent des inégalités. Les *dirigeants* revendiquent notamment une autonomie de décision, facteur d'efficacité, et un rôle de médiation, tout en se présentant comme l'incarnation d'un projet d'entreprise, conçu idéalement comme force de transcendance et pratiquement comme source de mobilisation dans un monde mouvant qui place l'innovation au centre des enjeux de l'entreprise ; les critiques insistent au minimum sur la nécessité de contre-pouvoirs. Quant aux *salariés*, qui sont les moteurs de la création de richesse de l'entreprise, ils peuvent faire valoir tant les impératifs de la démocratie que les bénéfices économiques et sociaux de leur participation au pouvoir.

Ces trois modèles – actionnarial, managérial et salarial – mettent chacun une catégorie d'acteurs et d'intérêts au centre de leurs réflexions. Leur cohérence intellectuelle est forte et le caractère univoque de leurs approches respectives en fait des modèles que l'on peut qualifier de "*monistes*" et qui paraissent mutuellement exclusifs. En réalité, tous les trois souffrent du défaut qu'Amartya Sen qualifie de "*rationalité positionnelle*" : on ne peut reconnaître les limites d'un raisonnement cohérent qu'en admettant qu'il a été à l'origine conditionné par la position personnelle d'où on l'émet. En d'autres termes, il faut mettre à jour les hypothèses cachées sur lesquelles l'édifice intellectuel s'est construit. Il est alors possible de faire émerger un modèle "*pluraliste*", où se coordonnent des acteurs aux intérêts divergents, dans un processus délibératif ouvert au sein duquel coexistent le rationnel et le raisonnable.

C'est à ce point précis qu'intervient la confrontation avec le réel. Les modèles monistes semblent naturels alors qu'un modèle pluraliste paraît relever de l'utopie. En réalité, il n'en est rien : le modèle pluraliste existe et se porte bien.

Observons en effet le panorama des modes de gouvernement d'entreprise dans sa diversité.

Le *modèle actionnarial* est pleinement incarné par le Royaume-Uni, qui l'a fait lentement émerger à compter des années 1960 avant de le faire triompher dans les années 1990. Il s'est répandu dans le monde entier, aidé par sa dynamique intellectuelle, d'une part, et par l'appui de puissants soutiens tant privés, comme les investisseurs institutionnels, que publics, comme la Commission européenne et l'OCDE. C'est dans ce contexte que l'on a vu se répandre les rémunérations variables des dirigeants, les administrateurs indépendants, les procédures de "say on pay", les codes de gouvernement d'entreprise et les mille et une réformes, obscures mais essentielles, qui ont continûment renforcé le pouvoir des actionnaires.

Le *modèle managérial* est parfaitement représenté par les Etats-Unis. Tout au long du XXème siècle, les dirigeants américains ont régné quasiment sans partage sur les entreprises américaines. L'examen

détaillé de leurs prérogatives montre le gouffre qui sépare ce modèle de celui de la suprématie actionnariale. Le développement de cette dernière, puissante aussi aux Etats-Unis, a incontestablement érodé le modèle américain, sans pour autant le détruire. La situation continue cependant d'évoluer, sous la pression des *hedge funds* activistes, dont la recherche de gains à court-terme est aidée, quoi qu'ils en disent, par les grandes puissances du moment, régulateur boursier, agences de conseil en vote ("*proxy advisors*") et investisseurs institutionnels. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis un activisme "politique", centré sur la gouvernance, a ouvert la porte à un activisme financier.

Le *modèle salarial* est le plus compliqué à décrire car il ne s'incarne ni dans un pays ni dans une forme unique. Il se développe avec succès selon des modalités variées mais, de façon générale et sous réserve de quelques exceptions remarquables, ne réussit pas à atteindre la taille des grandes entreprises. Il convient donc d'en montrer la diversité qui est aussi sa richesse.

A côté de ces trois modèles monistes, figure un *modèle pluraliste* qui respecte les droits des actionnaires, donne un rôle central aux dirigeants et fait accéder les salariés au pouvoir en les installant dans les conseils d'administration ou de surveillance. Ces traits se retrouvent, selon des histoires différentes et des modalités à nuancer, dans sept pays au moins, qui tous intègrent la codétermination : l'Allemagne, l'Autriche, la France, les Pays-Bas et les pays scandinaves. Le modèle pluraliste, et ce n'est pas un hasard, comme le montre bien Olivier Favereau dans la seconde partie de ce rapport, présente à la fois un indiscutable intérêt économique tout en étant particulièrement attentif aux enjeux des droits humains et des questions environnementales.

Au vu du panorama ainsi peint, deux dernières questions viennent à l'esprit.

D'une part, pourquoi les scandales qui ont affecté la gouvernance de certaines entreprises ont-ils pu être systématiquement utilisés pour promouvoir la cause des réformes pro-actionnariales, alors que les abus et les excès de l'activisme et du court-termisme n'ont pas eu un impact symétrique ? Car il faut le souligner : les professions de foi long-termistes de dirigeants de grands fonds, les politiques d'engagement responsable des investisseurs institutionnels et les "stewardship codes" ne sont aux réformes juridiques que ce que la charité est à la solidarité, c'est-à-dire des déclarations de bonnes intentions, parfois louables, mais essentiellement dépourvues d'effet obligatoire, de cadre et de toute forme de stabilité. C'est donc ici qu'il convient de rappeler que certains pays pluralistes, au vu des excès de certaines réformes pro-actionnariales, les ont tout simplement annulées.

D'autre part, alors que les investisseurs institutionnels sont devenus dominants, il est temps de se préoccuper du conflit d'intérêt qui les affecte. D'un côté, les gérants de fonds mènent des politiques focalisées sur la maximisation du profit, en cohérence avec leur mode de rémunération. De l'autre, ils ne demandent *jamais* aux épargnants, qui leur confient leurs économies et leur retraite, s'ils sont d'accord pour soutenir les campagnes des activistes financiers. On suppose que les épargnants sont des agents économiques qui cherchent en toute circonstance à maximiser leur profit ; or, si leur avis était sollicité sur les pratiques financières développées en leur nom, il est probable qu'ils exprimeraient une vision du monde qui soit plus pluraliste.

Il convient, pour procéder avec précision aux analyses ci-dessus, de rentrer dans nombre de détails juridiques, tant il est vrai que le résumé d'une règle est moins une règle résumée qu'une règle nouvelle. Pour éviter au lecteur, à qui l'on pardonnera volontiers de n'être pas toujours juriste, une surabondance de détails qui pourrait le perdre, le rapport se divise en deux parties : le corps du texte, qui donne l'essentiel du raisonnement, et des monographies, qui, plus que des annexes, sont la reprise des développements mais avec l'ensemble des précisions techniques, des nuances, des extensions, des controverses et des sources qui pourront éclairer le lecteur intéressé.

On aurait pu penser que le paragraphe précédent était conclusif. Cela aurait été faire comme la plupart des études sur le gouvernement d'entreprise, qui examinent mille détails sans voir l'éléphant dans le salon : la question de la parité femmes-hommes dans les entreprises. Car si des progrès ont été réalisés, notamment dans les conseils d'administration, l'entreprise, au niveau exécutif, reste un monde d'hommes, ce qui est d'une folle absurdité. Cette question essentielle sera donc examinée en ouverture du présent rapport.

Table des matières

RÉSUMÉ.....	2
TABLE DES MATIERES.....	6
INTRODUCTION.....	8
CHAPITRE PRELIMINAIRE - UNE GOUVERNANCE BORGNE, OU LA QUESTION DE LA PARITE.....	10
TITRE PREMIER – LES ELEMENTS DE CADRAGE.....	12
CHAPITRE I – CADRAGE TECHNIQUE : QUELQUES REGLES JURIDIQUES IMPORTANTES ET LEURS ENJEUX.....	12
A) L'intérêt social.....	12
B) La responsabilité limitée.....	13
C) La répartition des pouvoirs.....	14
1) L'assemblée générale des actionnaires.....	14
2) Le conseil.....	15
3) Les dirigeants exécutifs.....	16
D) Le droit boursier.....	18
CHAPITRE II – CADRAGE HISTORIQUE : LE TRIOMPHE DE LA SUPREMATIE ACTIONNAIRE.....	20
A) La montée en puissance du pouvoir des actionnaires.....	20
B) La résistance d'un modèle non capitaliste : les coopératives et les mutuelles.....	23
CHAPITRE III - CADRAGE THEORIQUE : LA RECONCILIATION DES MODES DE LEGITIMITE CONCURRENTS.....	24
I – LES MODELES MONISTES.....	24
A) Le modèle de la suprématie actionnariale.....	25
1) Les arguments en faveur de la suprématie actionnariale.....	25
2) La réfutation des arguments en faveur de la suprématie actionnariale.....	26
3) Le cas particulier de la suprématie actionnariale des fonds.....	27
B) Le modèle managérial.....	30
C) Le modèle salarial.....	31
Conclusion sur les modèles monistes.....	32
II – LE MODELE PLURALISTE.....	32
A) Le cercle du pouvoir : la théorie des parties constituantes.....	33
1) Le modèle des parties prenantes et son impasse.....	34
2) La théorie des parties constituantes.....	36
B) L'exercice du pouvoir : la réconciliation des intérêts divergents.....	41
1) La rationalité délibérative comme remède à l'impuissance de la rationalité positionnelle.....	42
2) Norme d'autorité, norme de gestion et norme de responsabilité.....	43
Conclusion sur le modèle pluraliste.....	45

TITRE SECOND : LES MODELES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE.....	46
CHAPITRE I – LES SYSTEMES MONISTES.....	47
I - LE MODELE DE LA SUPREMATIE ACTIONNARIALE	47
I – 1 – LE MODELE BRITANNIQUE	48
A) Le contexte historique et structurel : l'avènement récent de la suprématie actionnariale	48
B) La norme fondamentale de gestion : la « valeur actionnariale éclairée »	49
C) La prééminence des actionnaires dans le droit des sociétés et le droit financier	50
D) L'impact des institutionnels : codes, administrateurs indépendants et rémunérations variables	52
E) La faiblesse du pouvoir des salariés	55
I - 2 - LA DIFFUSION DU MODELE ACTIONNARIAL.....	55
A) La diffusion des règles nouvelles	55
1) La diffusion des codes de gouvernement d'entreprise et le rôle de l'OCDE	55
2) La diffusion des principes : administrateurs indépendants, rémunérations variables et autres droits des actionnaires.....	56
3) La diffusion via la Commission européenne.....	57
B) L'émergence de nouveaux acteurs : les agences de conseil en vote (« proxy advisors »).....	58
Conclusion sur le modèle actionnarial.....	59
II - LE MODELE MANAGERIAL : LES ETATS-UNIS	60
A) Naissance et dynamique du modèle managérial	60
B) Le principe d'autonomie de décision des dirigeants.....	61
C) Les pouvoirs étendus des dirigeants.....	63
D) Les tempéraments à l'autonomie des dirigeants.....	65
E) L'activisme politique et financier	66
1) L'activisme politique.....	66
2) L'activisme financier	67
a) Les hedge funds	67
b) Les campagnes et leurs résultats.....	68
F) La faiblesse du pouvoir des salariés	69
Conclusion sur le modèle managérial.....	69
III - LE MODELE SALARIAL.....	70
A) Importance et variété du modèle salarial.....	70
B) Les coopératives	72
Conclusion sur le modèle salarial	75
CHAPITRE II : LE MODELE PLURALISTE	76
I – LE CONTEXTE : L'IMPORTANCE DES ACTIONNAIRES DE LONG TERME.....	77
II – LES TRAITS GENERAUX DU MODELE PLURALISTE	81
A) La norme de gestion et l'autonomie relative des dirigeants	81
1) Une norme de gestion pluraliste.....	81
2) L'autonomie relative des dirigeants	84
a) Désignation et révocation des dirigeants.....	84
b) Responsabilité	86
(i) Règles protectrices générales.....	87
(ii) Règles protectrices spécifiques.....	87
c) Le cas particulier des offres publiques d'acquisition.....	88
B) Le respect raisonnable des actionnaires.....	91
1) Le respect des actionnaires.....	92

2) Les réactions contre les excès	94
C) La reconnaissance de la place des autres parties prenantes	95
1) Les questions sociales et environnementales	95
2) La sensibilité sociétale	97
III– LE TRAIT DISCRIMINANT DU MODELE PLURALISTE : LA CODETERMINATION	99
A) La codétermination au niveau du conseil d'administration ou de surveillance.....	100
1) Bref historique du développement de la codétermination.....	102
a) Les fondements historiques du modèle : le rôle de la France et de l'Allemagne	102
b) L'essor des administrateurs salariés dans les sociétés nationalisées en France	102
c) La création de la codétermination dans les entreprises privées en Allemagne	103
d) L'expansion européenne du modèle	104
e) La relance des années 2010.....	104
2) Le régime de la codétermination dans les pays pluralistes.....	105
a) Le modèle allemand	105
b) La déclinaison autrichienne	108
c) La France.....	109
d) Les Pays-Bas.....	109
e) Les pays nordiques	110
3) Tableaux de synthèse sur la codétermination dans les pays pluralistes.....	112
B) La codétermination au niveau du conseil d'établissement.....	113
1) L'Allemagne	113
2) Les Pays-Bas	115
3) Les autres pays	116
Conclusion sur le modèle pluraliste.....	117
CONCLUSION	118
REMERCIEMENTS.....	121

INTRODUCTION

Pour décrire les modèles de gouvernement d'entreprise, deux manières de procéder sont envisageables.

La première consisterait à dresser des tableaux comparatifs des pratiques de tous les pays, à la manière des rapports de l'OCDE ou de la Commission européenne, et de chercher à en extraire des traits communs pour peindre le panorama d'un monde idéalisé, délimité dans des catégories établies *a priori*, dont on soulignerait, pour chaque système juridique, le degré de conformité au modèle ou, au contraire, les institutions pittoresques.

Nous avons préféré une seconde approche qui se concentre sur l'un des plus grands enjeux du monde contemporain : le développement d'une idéologie pro-actionariale dont l'attractivité semble irrésistible tant pour les systèmes juridiques que pour les grandes entreprises. Sur cette base, il est possible de construire une analyse rigoureuse du modèle actionnarial, tant dans ses aspects théoriques que dans sa réalité. Il convient alors, tout naturellement, d'examiner les grands systèmes alternatifs qui en forment le contrepoint, le modèle managérial et le modèle salarial.

De l'examen de ces trois modèles – actionnarial, managérial et salarial – naît le constat que, dans leur pureté, ils ne décrivent pas toute la réalité. C'est bien qu'à côté de ces modèles "monistes", focalisés chacun sur un seul intérêt et une seule catégorie de personnes, il existe un modèle pluraliste, oublié mais bien vivant, dont il faut décrire, ici aussi, la théorie comme la matérialité.

Pour présenter, dans toute leur richesse, la dualité entre ces modèles monistes – antagonistes entre eux – et le modèle pluraliste, qui en fait une synthèse dynamique, nous procéderons comme suit.

A titre préliminaire, nous commencerons par examiner la question, transversale et essentielle, de la présence des femmes dans la direction des entreprises. En dépit de quelques progrès, les responsabilités au plus haut niveau demeurent un domaine essentiellement masculin, ce qui est absurde. Il est donc aussi naturel qu'indispensable de commencer par cette question.

Puis nous examinerons, dans une première partie, les éléments permettant de cadrer l'examen des modèles concrets de gouvernance. Nous proposerons donc une introduction à quelques-unes des règles les plus importantes et de leurs enjeux, afin de commencer à faire le lien entre les subtilités cryptiques de la technique juridique et l'importance de leurs conséquences. Puis nous montrerons, de façon synthétique, la montée en puissance du pouvoir actionnarial, tout en soulignant l'existence d'un pôle de résistance non capitaliste sous la forme des mutuelles et des coopératives, dont les principes seront décrits. Nous rentrerons enfin dans un des aspects les plus fondamentaux de l'analyse, la description des modèles théoriques, qui en façonnant les représentations, conditionnent l'émergence et le maintien des règles de droit.

Dans la seconde partie, nous étudierons les systèmes existants.

Nous commencerons par les trois modèles monistes. Le Royaume-Uni incarne le modèle actionnarial et les Etats-Unis le modèle managérial. Le système salarial ne s'incarnant dans aucun pays, nous en décrirons l'extension et donnerons des exemples attestant de sa diversité.

Puis nous en viendrons, pour finir, au modèle pluraliste, que l'on trouve, à des degrés divers et selon bien des nuances, en Allemagne, en Autriche, en France, aux Pays-Bas et dans les pays scandinaves. Il n'est toutefois pas possible de décrire en détail chacun de ces pays dans le cadre du présent rapport ; nous prendrons donc dans chacun d'eux les traits qui caractérisent leur appartenance au modèle pluraliste, en donnant une place spéciale à une caractéristique essentielle de leur définition, la codétermination, c'est-à-dire la présence de représentants désignés par les salariés dans les conseils d'administration ou de surveillance.

D'un point de vue formel, afin de ne pas trop alourdir un texte parfois technique, le rapport se divise en deux parties :

Première partie : Le corps du texte, qui donne l'essentiel du raisonnement.

Seconde partie : Les monographies, qui, plus que des annexes, sont la reprise des développements mais avec l'ensemble des précisions techniques, des nuances, des extensions et des sources qui pourront éclairer le lecteur intéressé.

CHAPITRE PRELIMINAIRE - UNE GOUVERNANCE BORGNE, OU LA QUESTION DE LA PARITE

L'étude du gouvernement d'entreprise a pour objet le pouvoir dans l'entreprise. Commençons donc par "l'éléphant dans le salon", le phénomène le plus évident, même si ce n'est pas le plus discuté - un examen rapide des modèles existants dans le monde permet d'arriver à une conclusion simple : dans les entreprises, ce sont les hommes qui ont le pouvoir.

Cette situation, fruit d'une longue histoire, est intrinsèquement injuste. Elle est aussi absurde : le simple bon sens permet à chacun de comprendre que se priver de la présence des femmes dans les instances dirigeantes des entreprises est un gaspillage proprement insensé. C'est comme si l'on interdisait, de façon arbitraire, à la moitié de la population de participer à une activité. Par exemple, si toutes les personnes dont le nom de famille est compris entre K et Z n'avaient pas eu la possibilité de jouer au football en France, cela aurait eu un impact majeur sur la qualité de l'équipe nationale. Le raisonnement vaut pour toute activité politique, artistique, littéraire, scientifique ou autre. Il n'est pas possible de diviser par deux le *pool* des talents sans porter atteinte à la qualité de l'équipe.

Il est vrai que la situation évolue positivement dans un domaine important bien que limité : celui de la représentation des femmes dans les conseils d'administration des sociétés cotées. Alors que de nombreuses études pointent les bénéfices pour les entreprises d'un conseil d'administration raisonnablement équilibré (Pastore et Tommaso, 2016 ; Deloitte, 2018), des efforts ont été entrepris dans plusieurs pays européens depuis une quinzaine d'années. Ainsi :

- Des lois imposant des quotas ont été adoptées en Norvège (2007), Islande (2010), France (2010), Italie (2011), Belgique (2011), Allemagne (2015) et Autriche (2018).
- Des mesures incitatives de type "appliquer ou s'expliquer" ont été adoptées en Finlande (2003), Espagne (2007), au Royaume-Uni (2011) et aux Pays-Bas (2013)¹.
- En dehors de l'Union européenne, une législation a été adoptée en Inde (2013) et des recommandations existent au Canada, au Brésil, en Suisse, en Afrique du Sud, à Hong Kong, à Singapour, en Australie et en Nouvelle-Zélande.

Cet élan ne doit pas masquer que les ambitions sont variables selon les pays² :

- Concernant *le champ d'application* des règles, il s'agit le plus souvent des sociétés cotées, et parfois seulement des plus grandes d'entre elles (comme au Royaume-Uni, qui vise le FTSE 350) ; à cela s'ajoute parfois les sociétés contrôlées par l'Etat, comme en Finlande, en Espagne ou en Italie. Deux pays ont un programme plus ambitieux : l'Islande, et, dans une moindre mesure, la France, qui visent respectivement toutes les sociétés de plus de 50 et 500 salariés.

¹ Dans ces différents pays, c'est souvent la menace de passer à une législation contraignante qui a fait évoluer la situation (Davies, 2016). Notons qu'en Suède, aucune règle spécifique aux sociétés n'existe mais un travail de fond a été réalisé de longue date.

² Sur l'ensemble de la question, voir notamment ISS (2017), Fagan (2013), CIPD (2018), EIGE (2017) et Hampton (2017) ainsi que le site du Parlement européen : <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-area-of-justice-and-fundamental-rights/file-gender-balance-on-boards>. Pour les Etats-Unis, cf. E&Y 2018.

- S'agissant des *résultats à atteindre*, il s'agit en général d'un quota de 40%, avec quelques exceptions comme l'Italie (33%), l'Allemagne (30%) ou l'Inde (une administratrice).

Notons aussi une évolution récente : aux Etats-Unis, longtemps restés à l'écart du mouvement, une loi californienne de 2018 (Senate Bill 826) prévoit pour la première fois des quotas, à savoir au moins une femme en 2019 et deux ou trois en 2021 (selon que le conseil compte plus de cinq membres ou non). *A contrario*, l'Union européenne n'avance pas : alors qu'une directive a été proposée en 2012 et approuvée par le Parlement européen, le sujet reste bloqué par le Conseil (qui représente les Etats).

Les résultats des efforts entrepris sont encourageants pour les pays ayant pris des mesures. Ainsi, pour les grandes sociétés cotées, en 2016, les taux de femmes dans les conseils étaient les suivants :

- Taux supérieurs à 30% : Norvège (42%), France (37%), Suède (36%), Finlande (31%) et Italie (31%).
- Taux compris entre 20% et 30% : Nouvelle-Zélande (29%), Danemark (29%), Belgique (27%), Pays-Bas (26%), Allemagne (24%), Australie (24%) et Royaume-Uni (20%).

Ces chiffres progressent régulièrement et sont à comparer à ceux du début des années 2000, qui dans la plupart des pays étaient inférieurs à 10% (à l'exception des pays nordiques).

En revanche, les taux demeurent bas dans les pays n'ayant pas adopté de politique volontariste, comme le Japon (5%), la Russie (5%) ou la Chine (10%) ; quant à l'Inde, le chiffre reste peu élevé (12%), ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la modestie de ses ambitions. La situation aux Etats-Unis est particulière, puisqu'en dépit de l'absence d'une politique spécifique, le taux progresse régulièrement, passant pour les grandes sociétés cotées de 11% en 2008 à 20% en 2018 ; toutefois, l'activisme des *hedge funds* tend à contrecarrer ce mouvement (Coffee, 2017).

Ces progrès importants ne doivent pas masquer une double limitation.

D'une part, ces chiffres ne concernent dans la plupart des cas que les plus grandes sociétés cotées. Les sociétés non cotées, comme certains groupes familiaux, et les petites sociétés sont exclues et tout laisse à penser que la situation y est nettement moins favorable. On rappellera dans ce domaine l'exception que constitue l'Islande, où ce sont les conseils d'administration *de toutes les entreprises de plus de 50 salariés* qui comportent 32% de femmes³.

D'autre part, s'agissant des fonctions exécutives, la situation reste archaïque. La grande majorité des administratrices n'ont pas de fonctions exécutives⁴. Les comités exécutifs et les comités de direction ("comex" ou "codir"), qui réunissent les principaux dirigeants des entreprises selon des modalités propres à chaque société, restent aussi très majoritairement masculins – au Royaume-Uni, dans les 100 plus grandes sociétés cotées, 81% de leurs membres sont des hommes⁵ – et il est probable que la situation se dégrade dans les sociétés de plus petite taille. Enfin, les fonctions de directeur général (ou de "CEO") restent le bastion absolu des hommes : 96% des plus grandes sociétés cotées américaines (SP 500) et 97% des plus grandes sociétés cotées européennes (EUStoxx 600) sont dirigées par des hommes.

Cette situation est d'autant plus choquante que les pays ne font quasiment pas d'efforts pour changer cette situation. Aucun quota n'existe. Tout au plus peut-on trouver parfois des dispositifs souples, comme en Allemagne où la loi impose aux sociétés cotées de fixer des objectifs pour les deux niveaux

³ <https://www.statice.is/publications/news-archive/enterprises/managers-and-board-of-directors-2017/>

⁴ Par exemple, c'est le cas de 93% des administratrices au Royaume-Uni.

⁵ Le phénomène est général. En France, le chiffre est de 85% pour le SBF 120.

exécutifs en dessous du directoire (niveaux "n-1" et "n-2")⁶ ; mais l'obligation est particulièrement limitée, puisqu'aucune obligation de progression du taux n'est fixée (si le taux réalisé est inférieur à 30%, la seule obligation est ne pas fixer un taux inférieur à celui qui a déjà été atteint ; au-delà de 30%, la fixation du taux est libre).

Rien n'empêcherait pourtant de fixer des quotas pour les fonctions de direction, en prévoyant bien sûr des durées d'adaptation suffisamment longues. En particulier, il est parfaitement possible de définir les fonctions de direction, en utilisant des critères comme la ligne hiérarchique (à l'image du système allemand), la définition du poste (comme en France où la notion de "cadre dirigeant" existe) ou la rémunération⁷. Nous n'en sommes pas là, mais il faudra bien y venir.

Précisons, pour conclure, que la question – essentielle - de la présence des femmes au sein des fonctions de direction ne doit pas éclipser le manque de diversité régnant, de façon générale, au niveau des postes de responsabilité. Les efforts qui restent à faire en la matière sont considérables et les politiques mises en œuvre, quand elles existent, bien timides.

C'est en gardant constamment à l'esprit ces préoccupations que nous pouvons maintenant examiner les différents modèles de gouvernement d'entreprise.

TITRE PREMIER – LES ELEMENTS DE CADRAGE

Il sera d'abord procédé, pour ceux qui ne sont pas familiers des questions de gouvernance d'entreprise, à un bref exposé des principales règles qu'il conviendra d'examiner tout au long du présent rapport. Puis nous verrons comment le débat sur le gouvernement d'entreprise se situe dans une perspective particulière : celui de la progression constante de l'idéologie de la "suprématie actionnariale" depuis les années 1980. Nous verrons enfin, d'un point de vue théorique, les justifications et les critiques des trois régimes monistes (régime actionnarial, régime managérial et régime salarial) et du régime pluraliste.

CHAPITRE I – CADRAGE TECHNIQUE : QUELQUES REGLES JURIDIQUES IMPORTANTES ET LEURS ENJEUX

L'examen précis des pouvoirs des actionnaires et des dirigeants suppose d'entrer dans le détail de certaines règles juridiques, afin d'en montrer les enjeux. Le lecteur familier des débats relatifs au gouvernement d'entreprise pourra se dispenser de cette lecture. Les principes examinés concernent l'intérêt social, la responsabilité limitée, la répartition des pouvoirs et le droit boursier.

A) L'intérêt social

La question de l'intérêt social est au cœur du fonctionnement des entreprises. Une société doit-elle être gérée dans l'intérêt social, c'est-à-dire dans son intérêt propre, ou dans celui de ses actionnaires ?

⁶ Article 76 de la loi pour les sociétés par action.

⁷ En France, par exemple, le critère de la rémunération est désormais utilisé dans le système "à points" qui a été mis en place (loi du 5 septembre 2018) : un des critères (représentant 10% des "points") est d'avoir 40% de femmes dans les 10 rémunérations les plus élevées. Cf. travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/index_egalite_fh_22-11-18.pdf

Question délicate, car la loi est souvent silencieuse et la jurisprudence peu diserte – pour cette dernière, il faut trouver des cas où divergent l'intérêt de la société et celui de ses actionnaires. En pratique, la question va plutôt se poser dans des circonstances exceptionnelles : offre publique d'achat, difficultés financières, gestion d'un groupe intégré contraire à l'intérêt de filiales ayant des actionnaires minoritaires, tentatives de démantèlement de la société au profit de ses actionnaires, ou à l'inverse politique particulièrement généreuse de la société envers ses salariés.

Outre ses enjeux pratiques, la question revêt une forte charge symbolique : quel est le sens du travail effectué par le salarié ? Instrument du profit actionnarial ou fin au service de la collectivité entrepreneuriale ?

B) La responsabilité limitée

Les sociétés de capitaux organisent la limitation de responsabilité des actionnaires. Ces derniers peuvent perdre le montant de leur investissement (c'est-à-dire le prix payé pour leurs actions) mais ne peuvent être appelés à régler une dette de la société, même s'il reste un passif impayé après sa liquidation. Il s'agit donc d'un régime d'irresponsabilité juridique. Partout, l'immunité a un prix : l'actionnaire ne peut pas s'immiscer directement dans la gestion de la société sauf à perdre le bénéfice de la responsabilité limitée.

L'irresponsabilité juridique des apporteurs de capitaux semble naturelle, presque consubstantielle à la société. Rappelons donc que la première législation connue en matière de droit des sociétés a été codifiée il y a près de 4.000 ans (le code Hammourabi datant de 1760 avant JC), alors que le droit de créer librement des sociétés à responsabilité limitée ne date, pour l'essentiel, que du XIX^{ème} siècle. Auparavant, de telles personnes morales, potentiellement immortelles, suscitaient la méfiance de la puissance publique et leur création devait être approuvée par une décision étatique. Leur lente émergence s'est déroulée selon le calendrier suivant :

Liberté de création de sociétés de capitaux à responsabilité limitée		
Etat	Liberté de création	Reconnaissance de la responsabilité limitée
New York	1811	1811
Angleterre	1844	1855
Californie	1849	1931
France	1867	1807
Allemagne	1870	1861
Delaware	1883	1883 ⁸
Source : Pistor et al, 2003		

La méfiance à l'égard des sociétés de capitaux à responsabilité limitée s'est poursuivie après leur libéralisation ; par exemple, dans le Delaware, une loi de 1899 donnait à la Législature le pouvoir discrétionnaire de dissoudre de telles sociétés ou d'en modifier les statuts (Pistor et al., 2003).

Ces sociétés ont toutefois connu un succès éclatant et ont structuré le développement du capitalisme moderne ; les effets à long terme de l'irresponsabilité juridique de leurs actionnaires sont désormais au cœur des questions sociales et environnementales contemporaines.

La leçon à tirer de cette situation est la suivante :

⁸ La responsabilité limitée n'est devenue l'option par défaut que tardivement, en 1967.

- En principe, chacun est responsable des dommages qu'il peut causer du fait de son activité ; seul l'Etat peut garantir aux actionnaires leur irresponsabilité juridique.
- Ce faisant, l'Etat fait de la société (au sens large) l'assureur en dernier ressort des dommages causés par les sociétés de capitaux à responsabilité limitée.
- Il en résulte que l'Etat a le devoir de minimiser les risques de dommage, ce qu'il peut faire en s'assurant de l'établissement de règles appropriées de gouvernement d'entreprise. L'intervention de l'Etat dans ce domaine est donc non seulement légitime, elle est économiquement nécessaire.

C) La répartition des pouvoirs

Les grandes sociétés de capitaux, celles qui ont vocation à être cotées en bourse, fonctionnent sur le principe d'une *répartition des pouvoirs* entre trois organes : l'assemblée générale des actionnaires, le conseil et les dirigeants exécutifs⁹. Cette répartition peut être fixe, si elle résulte de la loi ou de la jurisprudence, ou laissée à l'appréciation des statuts, auquel cas les actionnaires, qui sont maîtres de ce texte, pourront étendre le champ d'application de leur pouvoir à leur gré. La première solution est favorable aux dirigeants, la seconde aux actionnaires.

1) L'assemblée générale des actionnaires

Les *pouvoirs* de l'assemblée générale des actionnaires comportent typiquement les points suivants : les modifications des statuts, dans les limites de la loi, étant précisé que certains pays dissocient les statuts entre les "articles of incorporation", amendables par les seuls actionnaires, et "*by-laws*" pouvant être modifiés par le conseil ; les fusions, les scissions et la dissolution de la société ; la nomination et la révocation des membres du conseil ; la nomination des commissaires aux comptes. En fonction des systèmes juridiques, certaines décisions peuvent relever des actionnaires ou du conseil : augmentations de capital, approbation des comptes, distribution des dividendes, approbations de certaines opérations particulièrement importantes, approbations d'opérations conclues entre la société et ses dirigeants ou des actionnaires significatifs (les "conventions réglementées") et approbation de la rémunération des dirigeants dans le cadre du "*say on pay*". Selon les cas, ces droits peuvent être exercés à la majorité simple ou à la majorité qualifiée (par exemple, la majorité des 2/3 ou des $\frac{3}{4}$ ¹⁰) – dans ce dernier cas, les actionnaires minoritaires ont plus de pouvoir. En outre, dans certains cas, les actionnaires en situation de conflit d'intérêt, parce que pouvant bénéficier d'une opération, sont interdits de vote sur l'opération concernée. En cas d'augmentation de capital, les actionnaires pourront être protégés contre un risque de dilution s'ils disposent, individuellement, de droits préférentiels de souscription qui leur sont attribués au moment de l'augmentation de capital, et qui ne pourra être supprimé que par un vote des actionnaires. Le degré d'extension de ces droits est un des marqueurs de l'importance des pouvoirs des actionnaires.

Les actionnaires disposent en outre de *droits individuels*, comme la participation aux assemblées, le vote ou la perception du dividende (s'il y en a), mais ces droits peuvent varier en fonction des

⁹ Nous n'examinerons ici que le cas des sociétés anonymes, qui relèvent d'une catégorie homogène dans le monde entier ("*public limited companies*", "*joint-stock companies*", "AG", etc.). Le cas des commandites en actions, qui peuvent être cotées (cf. Lagardère et Michelin), ne sera pas examiné.

¹⁰ OECD, 2015b

catégories d'actions – il existe des actions sans droits de vote ou au contraire à droits de vote multiple, à droits financiers renforcés, ou jouissant de pouvoirs particuliers. Les intérêts de ces différents actionnaires ne sont pas identiques.

Les actionnaires peuvent aussi exercer une *action individuelle* contre les dirigeants, par exemple si ceux-ci les ont trompés en diffusant de fausses informations, et peuvent parfois avoir le droit de se grouper pour intenter leur action (dans le cadre d'une action de groupe, appelée en anglais "*class action*") ; de nombreux systèmes leur donnent en outre le droit d'exercer une action sociale (en anglais, une "*derivative action*"), c'est-à-dire une action exercée par un ou plusieurs actionnaires au nom et pour le compte de la société, par exemple en cas de gestion fautive des dirigeants – dans ce cas, les dommages et intérêts éventuellement obtenus sont versés à la société et non aux actionnaires à l'origine de la demande¹¹. Ces droits d'agir en justice peuvent être utiles pour se prémunir de comportements inadéquats des dirigeants ou, en cas d'excès, paralyser le fonctionnement de la société.

Les actionnaires peuvent enfin disposer de droits ne pouvant être exercés que s'ils réunissent une certaine quotité du capital, seuls ou à plusieurs. Il en est ainsi par exemple du droit de convoquer une assemblée (par exemple avec 10% du capital), de demander l'ajout d'un point à l'ordre du jour (par exemple avec 5% du capital) ou de demander la nomination d'un expert de gestion. Ces droits sont importants, car en leur absence il reviendrait au seul conseil d'avoir la possibilité de faire voter les actionnaires sur une question donnée ; ils peuvent être aussi dangereux, car ce sont les outils privilégiés d'activistes souvent court-termistes.

En face de ces droits, *les actionnaires n'ont en général pas de devoirs*. Ils ne sont pas tenus de voter dans l'intérêt de la société, sous réserve de comportements abusifs ou frauduleux qui ne seront que très rarement caractérisés. Cette situation pouvant paraître choquante, il a été proposé à la fin des années 2000 des codes de bonne conduite pour les actionnaires, leur demandant de pratiquer une "bonne gérance", une "gérance responsable" ("*stewardship*")¹² ; ces codes, en général assez vagues, n'ont pas de valeur contraignante.

2) Le conseil

Le *conseil* est souvent assimilé au conseil d'administration.

En réalité, il convient de rappeler la distinction juridique entre le système dit "moniste"¹³, prévoyant un conseil d'administration et un directeur général, et le système dit "dual", qui instaure un conseil de surveillance et un directoire¹⁴. Dans le premier système, les administrateurs décident des grandes orientations de la société, quand, dans le second, les membres du conseil de surveillance se contentent de contrôler les décisions des mandataires sociaux. Dans les deux systèmes, le conseil nomme les dirigeants exécutifs ; pour la révocation, elle appartient toujours au conseil d'administration alors que pour le conseil de surveillance, ce pouvoir peut être partagé avec l'assemblée générale. Le conseil de surveillance est né aux Pays-Bas au XVII^e siècle ; il a été adopté

¹¹ Sur ces sujets importants mais techniquement complexes, voir LSE (2012) et Gelter (2012).

¹² Pour un exemple, voir les « *ICGN Global Stewardship Principles* ».

¹³ Ce terme n'a pas de rapport avec les systèmes "monistes" au sens du présent rapport.

¹⁴ Notons que d'autres systèmes existent : en Italie et au Japon, le conseil d'administration peut être accompagné d'un conseil d'auditeurs, désigné par les actionnaires et chargé du suivi des comptes.

en France pour les sociétés en commandite par actions par une loi de 1857, puis accueilli en Prusse par une loi de 1870, qui en a fait le cœur du modèle allemand. Actuellement, en Europe, les deux systèmes se retrouvent avec la même fréquence dans les grandes sociétés cotées (FEAS, 2017); dans le reste du monde, le conseil d'administration domine¹⁵.

La désignation des membres du conseil résulte d'un vote des actionnaires à la majorité simple, sauf lorsque le vote cumulatif est autorisé ou imposé – dans ce cas, chaque actionnaire dispose d'autant de voix que de postes à pourvoir et peut utiliser la totalité de ses voix au profit d'un seul candidat. Les petits actionnaires ont ainsi plus de chances de faire élire un candidat de leur choix¹⁶. Quand un système de codétermination est en place, certains des membres du conseil sont désignés par les salariés. La durée des fonctions des membres est typiquement comprise entre un et cinq ans, selon les systèmes et les pratiques, et le renouvellement des membres peut être coordonné (renouvellement de tous les membres lors de la même assemblée) ou exécuté par roulement (par exemple, un tiers des membres chaque année, selon le système dit du "staggered board", qui a pu être utilisé aux Etats-Unis comme arme de défense contre les offres publiques d'achat).

Point de contact entre les dirigeants exécutifs et les actionnaires, le conseil a été l'objet de toutes les attentions des spécialistes de la *corporate governance* depuis les années 1990. Les codes de gouvernement d'entreprise s'intéressent tout particulièrement au conseil pour s'assurer qu'il soit le relais fidèle des souhaits des actionnaires. Ces codes, généralisés dans le monde entier (Baker, 2012 ; OCDE, 2017 ; AMF, 2016) n'ont en théorie qu'une valeur normative faible ; mais comme les sociétés doivent se justifier publiquement de toute non-application, selon le principe "appliquer ou s'expliquer" ("comply or explain"), ils ont en réalité une véritable influence¹⁷. C'est ainsi que les conseils se sont peuplés d'administrateurs "indépendants" (qui doivent être indépendants de la direction pour pouvoir mieux la surveiller), que les comités se sont multipliés, pour mieux préparer les conseils et suivre l'exécution de ses décisions, que la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général est devenue plus fréquente et que la rémunération des dirigeants a été plus étroitement encadrée (tout en étant propulsée à la hausse).

Juridiquement, la situation des membres du conseil d'administration ou de surveillance représente une certaine complexité. Ils sont redevables de leur nomination aux actionnaires (et aux salariés, en cas de codétermination) mais sont le plus souvent tenus à un devoir d'indépendance qui n'en fait pas les simples agents d'exécution des volontés des actionnaires.

3) Les dirigeants exécutifs

¹⁵ Le conseil d'administration domine au Royaume-Uni, en Irlande, en Espagne et Belgique ; le conseil de surveillance domine en Allemagne, en Autriche, en Europe centrale et en Europe du Nord. La France connaît un système mixte (75% de conseils d'administration, 25% de conseils de surveillance). En Chine et en Russie, la loi prévoit un conseil de surveillance ; l'Italie, le Japon et la Suisse donnent le choix (OCDE, 2017).

¹⁶ Ce système est par exemple applicable en Russie (loi du 26 décembre 1995, article 53) (PWC, 2012). Aux Etats-Unis, il a été assez populaire jusque dans les années 1950, 23 états le rendant obligatoire. Il a ensuite progressivement disparu sous la pression conjuguée de trois facteurs : son application pratique ne donnait souvent pas satisfaction, les dirigeants de société y étaient opposés parce qu'il facilitait le succès des batailles de mandats ("proxy fights") et les actionnaires se sont rendu compte qu'ils pouvaient conduire à l'élection de représentants syndicaux proposés par des fonds de pension publics (Gordon, 1994).

¹⁷ Pour prendre du recul théorique sur les gradations du droit, voir Ost (2016).

Les dirigeants peuvent être le directeur général, éventuellement assisté de directeurs généraux délégués, ou les membres du directoire (dans le système "dual"), agissant collectivement.

Pour simplifier la présentation des pouvoirs des dirigeants, nous proposons de les regrouper dans quatre normes fondamentales :

- La *norme d'autorité* est la règle qui confère aux dirigeants leurs pouvoirs.

Dans l'ordre externe, à l'égard des tiers, ces pouvoirs sont partout étendus, afin de permettre une direction sans entraves de la société. Ils ne sont en général pas limités, ce qui signifie que les décisions d'un dirigeant demeurent valides même si elles excèdent les limites fixées par l'objet social, ce qui a l'avantage de sécuriser les relations avec les tiers qui n'ont ainsi pas besoin d'examiner les statuts de la société avant de contracter avec elle.

Dans l'ordre interne, la norme d'autorité peut prendre une valeur prééminente, comme aux Etats-Unis, auquel cas elle va servir à limiter les tentatives d'empiètement, par les actionnaires, du pouvoir des dirigeants. Dans ce contexte, la norme d'autorité n'est plus seulement la manifestation d'un pouvoir de représentation de la société, elle est porteuse d'un droit d'agir, qui ne peut être restreint par les actionnaires, et d'un devoir d'action.

La question des sources du pouvoir est essentielle à la compréhension de la norme d'autorité : si le pouvoir des dirigeants n'est qu'une simple délégation que leur confère les actionnaires, un mandat dont les contours sont librement définis par le mandant, il sera faible ; au contraire, si le dirigeant tient sa source de la loi, qui l'habilite à représenter une organisation sociale et lui fait injonction d'user de son pouvoir, il sera fort.

- La *norme de gestion*¹⁸ désigne l'intérêt dans lequel la société doit être gérée : l'entreprise, la société, les actionnaires et éventuellement les autres parties prenantes. De nombreuses décisions différentes peuvent être prises sur le fondement de l'intérêt de l'entreprise ou de la société, qui constitue un socle sur lequel bien des constructions sont possibles ; en pratique, la prise en compte de ces intérêts est ainsi le plus souvent négative et prohibitive, énonçant l'interdit plus que le souhaitable. Il peut donc être intégré à la norme de gestion un projet, une raison d'être ou une directive fondamentale, comme la mise en œuvre de stratégies collectives innovantes.

La norme de gestion pourra ainsi faire référence :

- A ce que l'on peut appeler des "*principes délimitatifs*", dont l'objet est essentiellement de fixer les bornes de l'interdit, ces principes pouvant être soit *universels*, comme l'intérêt de la société ou de l'entreprise, qui se préoccupent des collectivités prises dans leur universalité, soit *particuliers*, comme les intérêts des actionnaires ou de certaines parties prenantes.
- A ce qu'il est possible de désigner comme des "*principes attractifs*", au sens où, comme un pôle magnétique, ils donnent une direction et un sens à l'activité de l'entreprise, et qui peuvent aussi prendre une forme soit *universelle*, en ce sens que toutes les sociétés peuvent les adopter (comme le régime de l'entreprise créative), soit une forme *particulière* (comme un projet ou une raison d'être spécifique à l'activité et aux ambitions de l'entreprise).

Le projet commun permet de donner une ligne directrice aux choix à effectuer tout en transcendant les conflits d'intérêt que toute décision peut faire naître. L'importance du projet

¹⁸ J'emprunte ce terme aux différents travaux de Hatchuel et Segrestin, qui l'utilisent dans le cadre de "*l'entreprise de création collective*" (cf. bibliographie).

s'inscrit au demeurant dans une large tradition, qui peut se réclamer du doyen Hauriou (Hauriou, 1929) comme des modèles britanniques les plus récents¹⁹.

- La *norme de conduite* définit les standards de comportement auxquels les dirigeants doivent se plier dans l'exécution de leur tâche : gestion de bonne foi, non fautive, respectueuse de la loi et des statuts, devoir de diligence, devoir de loyauté, etc.
- La *norme de responsabilité* désigne d'abord les personnes devant qui les dirigeants sont responsables : en général, il s'agit de la société et d'elle seule.

Ce principe est complété par quelques règles complémentaires. D'abord, si la société n'exerce pas son pouvoir d'agir contre les dirigeants, les actionnaires pourront le plus souvent introduire une action au nom de la société, dans le cadre d'une action sociale exercée *ut singuli* (ou "derivative action" en anglais). Ensuite, les dirigeants pourront parfois être mis en cause directement soit par les actionnaires, s'ils ont subi un préjudice personnel résultant du comportement fautif d'un dirigeant, soit par les salariés, par exemple en cas de manquements particulièrement graves aux règles d'hygiène et de sécurité. Enfin, dans certains systèmes juridiques, les tiers pourront parfois mettre en cause la responsabilité des dirigeants, mais seulement en cas de fautes d'une particulière gravité qui ne soient pas assimilables à un acte de gestion normal des dirigeants.

La norme de responsabilité comprend aussi les conditions dans lesquelles la responsabilité des dirigeants peut être engagée, notamment la facilité avec laquelle les demandeurs peuvent agir ainsi que les règles de protection des dirigeants (règle du jugement d'affaires, exclusions de responsabilité, indemnisation de leurs frais et assurance de responsabilité).

Ainsi, la norme d'autorité porte sur la matérialité du pouvoir et sur ses sources, la norme de gestion sur la finalité du pouvoir, la norme de conduite sur les moyens à déployer et la norme de responsabilité sur les modalités de la reddition des comptes.

D) Le droit boursier

Les questions traitées par le droit boursier tiennent à la nature spécifique des marchés financiers.

En effet, une bourse est, en théorie, un marché où s'échangent des opinions sur le futur et où l'on paye comptant le prix de ses espoirs, et, en pratique, un marché où s'échangent des opinions sur les opinions.

D'un point de vue fondamental, en effet, la valeur des actions devrait refléter celle des cash flows actualisés des activités futures de la société, calculés jusqu'à la fin des temps. Parmi les différentes estimations possibles, il faut en choisir une, et comme à cette opinion correspond un prix d'achat, il reste à espérer de ne pas s'être trompé. Devant tant de complexité et d'incertitude, il est plus simple de chercher à deviner les estimations des autres acteurs et, comme ils font de même, le cœur du marché devient, par un jeu spéculaire, un lieu d'échange des opinions sur les opinions.

Il en résulte trois types de règles :

- D'abord une double règle de transparence :

¹⁹ Le projet peut aussi s'inscrire dans un concept guidé par les intérêts privés, à l'instar de celui qui est proposé par le code de gouvernement d'entreprise établi au Royaume-Uni pour les sociétés non cotées par le Financial Reporting Council. Le premier principe du code énonce ainsi : "*An effective board develops and promotes the purpose of a company, and ensures that its values, strategy and culture align with that purpose*" (soulignement ajouté) (FRC, 2018)

- Transparence *complète* entre la société et ses actionnaires, pour permettre les estimations fondamentales et faciliter la tâche d'acquéreurs potentiels. C'est ainsi que tout fait significatif affectant la société doit être rendu public sans délai par cette dernière et que les comptes doivent donner une valeur de marché de la société.
- Transparence *incomplète* entre les actionnaires, puisque chacun veut connaître l'opinion des autres sans révéler la sienne. Il existe donc des obligations de déclaration des franchissements de seuil, qui doivent dans certains cas s'accompagner de déclarations d'intention, mais le contenu de ces déclarations demeure pauvre²⁰.
- Ensuite, une règle de *liberté des transactions*, puisque la valeur suprême d'un marché est sa liquidité. Cependant, la réglementation en la matière est lacunaire :
 - Les *prises de contrôle définitives*, c'est-à-dire celles qui résultent d'une offre publique d'achat, font l'objet d'un régime légal complet. En particulier, les acquisitions de société peuvent se faire avec l'accord des dirigeants de la société acquise, que ce soit par voie de fusion ou d'acquisition "amicale". Mais il est aussi possible de procéder par voie d'offre publique d'achat non sollicitée, ou "hostile". Dans ce cas, trois options sont possibles : les dirigeants ne doivent rien faire qui puisse gêner l'acquisition (thèse de la "neutralité" des dirigeants, ou plus précisément de leur "passivité"), ou ils peuvent défendre la société (dans la limite de l'intérêt social), ou encore ils ont l'obligation de la défendre (au moins dans un premier temps, afin de tenter d'obtenir une amélioration des termes de l'offre). Ces options situent clairement le système légal du côté des actionnaires ou des dirigeants.
 - Les *prises de contrôle temporaires*, par lesquelles des activistes financiers imposent aux sociétés des décisions ponctuelles, ne sont régies que par des dispositions lacunaires. Grâce à cette faible réglementation, des activistes peuvent vouloir prendre le contrôle de la société sans payer le prix d'une offre d'achat – toujours coûteuse, en raison de la prime qu'il est d'usage d'offrir aux actionnaires pour obtenir leurs titres (par exemple, +20% sur le cours de bourse pré-annonce de l'offre). Ils peuvent alors se lancer dans une sollicitation de mandats ("*proxy fight*") pour détenir le plus de votes possibles lors de la prochaine assemblée et ainsi avoir la possibilité de remplacer les dirigeants ou d'imposer leurs conceptions (distribution de dividendes exceptionnels, démantèlement de la société, réorientation stratégique, etc.), le tout dans le but de "*créer de la valeur actionnariale*", ou plutôt, selon la terminologie standardisée, de la "*libérer*" des profondeurs de la société où une gestion inadaptée la maintient prisonnière ("*unlock shareholder value*").
- Enfin, des règles de *répartition du pouvoir*, qui sont d'une double nature :
 - Les actionnaires doivent affirmer leur prééminence à l'égard des dirigeants, puisque le marché boursier est tout entier au service des actionnaires. Ce sont par exemple des règles boursières qui peuvent imposer l'approbation par les actionnaires de certaines opérations significatives.
 - Entre actionnaires, la situation est plus complexe : il s'agit de protéger les actionnaires minoritaires sans porter atteinte aux droits des majoritaires. Les solutions ne sont pas toujours les mêmes : par exemple, dans l'Union européenne, en cas de changement de contrôle affectant une société, il faut lancer une offre publique obligatoire afin de donner une voie de sortie aux minoritaires au prix payé pour l'acquisition du contrôle ; aux Etats-Unis, cette règle n'existe pas, ce qui profite à l'actionnaire de contrôle.

²⁰ Par exemple, en France et en Allemagne, un actionnaire franchissant le seuil de 10% des actions de la société doit le révéler et préciser ses intentions.

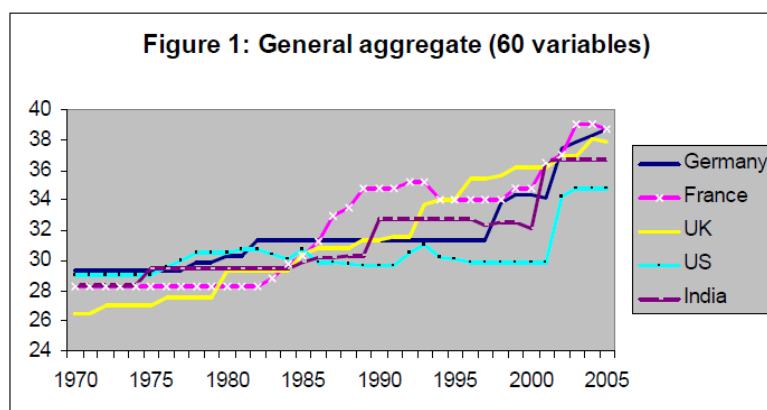
CHAPITRE II – CADRAGE HISTORIQUE : LE TRIOMPHE DE LA SUPREMATIE ACTIONNARIALE

A) La montée en puissance du pouvoir des actionnaires

Il n'est pas possible d'ignorer le contexte dans lequel intervient le débat sur le gouvernement d'entreprise, qui est celui d'une hausse régulière et significative des pouvoirs des actionnaires depuis au moins 30 ans, dans le cadre de l'application de la théorie dite de la « suprématie actionnariale »²¹. Cette évolution est d'autant plus importante qu'elle n'a pas été accompagnée d'un renforcement corrélatif des droits des salariés, ce qui n'aurait pas été nécessairement incompatible. Elle est au cœur de ce que Olivier Favereau a appelé la "grande déformation"²².

Il ne s'agit pas ici d'entrer dans le détail de ce phénomène, dont nous donnerons de nombreux exemples plus tard, mais de faire apercevoir son ampleur en faisant référence à quelques études synthétiques qui font autorité.

Ainsi, une étude de 2007 montre la croissance régulière et constante d'un indice de protection des actionnaires assez complet, établi à partir de l'analyse de 60 variables :



Protection des actionnaires dans cinq pays. Source : Lele et Siems, 2007

Il est important de noter que la tendance est plus importante que la comparaison entre pays, dont le classement est notoirement difficile²³. En revanche, le détail de la protection conférée est important.

²¹ Ce mouvement peut être désigné de deux façons, qui renvoient à la même réalité : la théorie de la « valeur actionnariale », qui insiste sur la « création de valeur » (pour les actionnaires) et en déduit que le pouvoir doit être attribué aux actionnaires, ou la théorie de la « suprématie actionnariale », qui analyse directement les rapports de pouvoir. Compte tenu de l'approche de la présente étude, le second terme paraît plus approprié. (Sur l'équivalence des deux termes, cf. Armour et al, 2003).

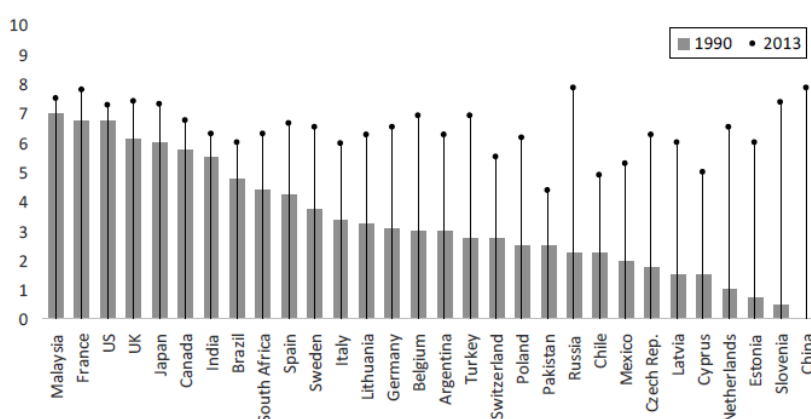
²² Cf. Favereau (2014) et Favereau (2016)

²³ Il est notamment important de prendre en considération un large éventail d'indicateurs juridiques afin de pouvoir analyser d'éventuelles complémentarités institutionnelles (Auvray, 2014).

L'étude montre que c'est le pouvoir des actionnaires envers les dirigeants qui s'est accru ; en revanche, il n'y a que peu d'évolutions dans la protection des actionnaires minoritaires à l'égard des majoritaires.

La même tendance a été montrée dans de nombreuses études particulières - par exemple, sur la période 1990-1998, lors de la transition des pays anciennement communistes vers l'économie de marché (Pistor, 2000).

Si le rythme des réformes pro-actionnariales s'est ralenti depuis 2007 (Katelouzou et Siems, 2015), le mouvement ne s'est pas arrêté. Une étude récente (Deakin et al., 2017, fondée sur Siems 2017), portant sur la période 1990-2013, construite sur dix indicateurs juridiques de protection des actionnaires, confirme l'ampleur du phénomène dans le temps et le montre sur un éventail de pays beaucoup plus large, comme on peut le voir ci-dessous :



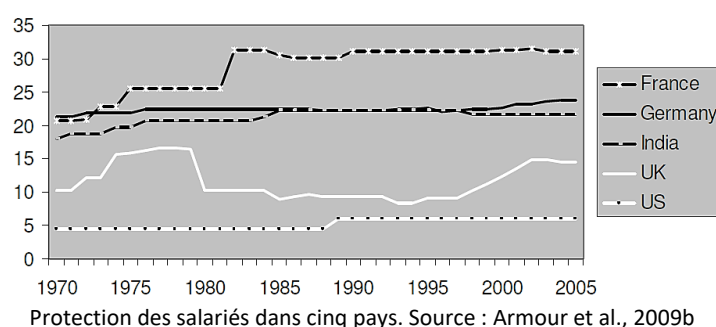
Protection des actionnaires dans 30 pays. Source : Deakin et al., 2017.

Ce renforcement du pouvoir des actionnaires s'est développé en parallèle de la financiarisation de l'économie, telle qu'elle peut par exemple être mesurée par le ratio capitalisation boursière / PIB (Coffee 2001 ; Deakin et Rebérioux, 2009), étant précisé que, selon les études les plus récentes, l'évolution des marchés financiers précède l'évolution législative, et non l'inverse (Deakin et Sarkar, 2017).

Il est par ailleurs clair que l'augmentation de la protection des actionnaires n'a pas trouvé son pendant dans une augmentation de la protection des salariés. Une étude reprenant la liste de pays et la période examinée dans l'étude de Lele et Siems (2007) montre qu'à compter des années 1980, la protection des salariés a cessé d'augmenter²⁴ (Armour et al., 2009b) :

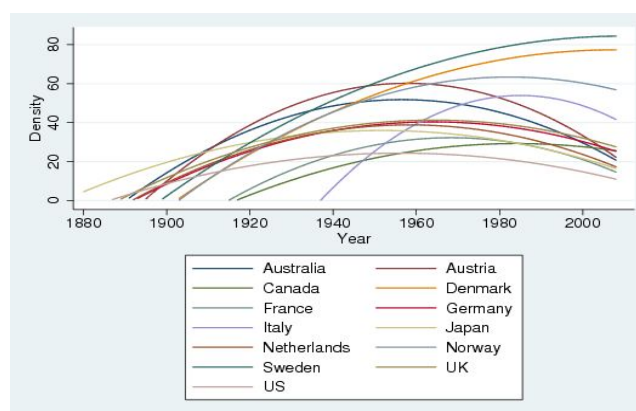
²⁴ Sauf au Royaume-Uni où l'on constate à compter des années 2000 un rattrapage de la baisse du début des années 1980.

Figure 8: Aggregate Worker Protection (40 variables)



Ces travaux sont confortés par les recherches qui montrent une corrélation inverse entre protection des actionnaires et protection des salariés (Pagano et Volpin, 2005). Notons que la même étude (Armour et al., 2009b) examine la protection des créanciers pour les mêmes pays sur la même période et ne note pas non plus de tendance à l'amélioration. Seuls les pouvoirs des actionnaires se sont notablement accrus.

Sans entrer ici dans le détail des causes de ces évolutions, il est possible de souligner qu'elles sont concomitantes à un double phénomène de "syndicalisation" des actionnaires et de désyndicalisation des salariés. En effet, les premiers se sont regroupés dans des fonds qui, devenus dominants, ont développé une action de lobbying particulièrement efficace, dans un équivalent fonctionnel à un mouvement de syndicalisation ; les seconds, en revanche, ont eu tendance à moins adhérer aux syndicats, comme le montre bien le graphique stylisé ci-dessous :



Evolution stylisée du taux de syndicalisation depuis 1880 (Donaldo et Wälde, 2012)

La tendance est donc bien à l'augmentation constante du pouvoir des actionnaires – et des seuls actionnaires - depuis le début des années 1980. Ce mouvement s'est accompagné d'un discours justificateur parfaitement articulé. Pour clore tout débat, un article fameux de 2001, *"The End of History for Company Law"*, annonçait que la question de la répartition du pouvoir dans l'entreprise était désormais dépassée, le consensus en faveur de la suprématie actionnariale étant définitivement

établi (Hansmann et Kraakman, 2001)²⁵. En réalité, le débat demeure vif, les appels à une révision du modèle actionnarial s'étant même multipliés depuis quelques années²⁶.

B) La résistance d'un modèle non capitaliste : les coopératives et les mutuelles

Il ne fait pas de doute que l'histoire des deux derniers siècles est celui du triomphe des entreprises capitalistes, dont le modèle s'est étendu dans le monde entier et qui s'est imposé, quasiment sans partage, pour les grandes entreprises – faisant entrer la Terre dans ce que certains ont appelé le "capitalocène"²⁷.

Il ne faut pas pour autant négliger le phénomène de résistance incarné par les coopératives et les mutuelles. Ces dernières constituent en effet un contre-modèle qui s'oppose trait pour trait au modèle capitaliste²⁸ : les apporteurs de capitaux n'ont, en tant que tels, ni le pouvoir ni le droit aux bénéfices ; ils ne peuvent donc procéder à une accumulation du capital à leur profit. Le mouvement coopératif prend une multitude de formes mais se présente comme ayant sur une spécificité indiscutable, que l'on peut résumer à l'attachement à trois principes essentiels : un *engagement* personnel des membres, autour des idées d'autonomie, d'émancipation ou d'auto-organisation, une *solidarité* entre les membres et un respect à l'égard des tiers, et des principes de fonctionnement *démocratiques et égalitaires*.

L'importance du modèle coopératif est réelle. L'International Cooperative Alliance (ICA)²⁹ revendique 700 millions de membres. Selon cette institution, plus d'1,2 milliard de personnes sont membres de 2,6 millions de coopératives, employant 280 millions de personnes à travers le monde. Les 300 plus grandes coopératives et mutuelles totaliseraient un chiffre d'affaires de 2,2 milliards USD. Le secteur coopératif montre une grande diversité d'entreprises, qui vont de structures de proximité à de très grandes entreprises. « Cooperatives Europe »³⁰ inclut ainsi notamment, en Europe, parmi les grandes entreprises coopératives, des sociétés dans les domaines du commerce (Rewe et Edeka en Allemagne, Leclerc et Système U en France), de la banque (Rabobank aux Pays-Bas, Groupe BPCE, Groupe Crédit

²⁵ L'article proposait de désigner le "*shareholder-oriented model*" comme le "*standard model*" et affirmait "*there is today a broad normative consensus that shareholders alone are the parties to whom corporate managers should be accountable*". Pour une critique de cette thèse fondée sur le caractère « marxiste » du raisonnement qui le fonde, voir Ireland (2005).

²⁶ Pour un exemple récent d'un appel de près de mille personnalités européennes dénonçant les excès de la suprématie actionnariale, voir european-appeal.org.

²⁷ Faisant suite au mouvement de promotion du terme "*anthropocène*" pour désigner la période dans laquelle nous vivons, certains affirment que notre époque pourrait être appelée celle du "*capitalocène*" (Fressoz et Bonneuil, 2013 ; Bonneuil 2015 - piketty.pse.ens.fr/files/Bonneuil2015.pdf.)

²⁸ Notons toutefois que l'opinion inverse existe : pour certains, toutes les entreprises seraient des coopératives, y compris les sociétés capitalistes. Un tel raisonnement ne tient qu'au prix d'une reformulation de la définition de la coopérative comme une société détenue par ses fournisseurs ou ses acheteurs, y compris ses fournisseurs de capitaux (Hansmann, 2014).

²⁹ <https://www.ica.coop/fr>. Créée en 1895 à Londres, l'ICA cherche à réunir et représenter le mouvement coopératif au niveau mondial.

³⁰ <https://coopseurope.coop>. Cette organisation est la branche européenne de l'ICA.

Agricole et Groupe Crédit Mutuel en France), de l'assurance (Achmea aux Pays-Bas) et de l'agriculture (BayWa en Allemagne, In Vivo en France, Metsa en Finlande), dont le chiffre d'affaires excède 5 milliards d'euros. A cette liste, il est possible d'ajouter des entreprises de renommée mondiale, mais que l'on n'a pas l'habitude de considérer sous cet angle : les clubs de football que sont le Bar a et le Real Madrid, détenus et contrôlés par leurs supporters, les *socios*, tous égaux (Hamil et al., 2010), et qui forment ce que l'on peut considérer être une coopérative d'achat et de production d' v nements et de spectacles sportifs.

Le modèle coopératif demeure donc un modèle intéressant, notamment pour les entreprises de petite taille ou dans certains secteurs particuliers comme la banque, l'assurance ou le sport. Bien que, en raison de l'ampleur du sujet à traiter, le présent rapport se concentre sur les entreprises capitalistes, le lecteur trouvera dans le corps du rapport des développements sur la coopérative de production, qui réunit ses salariés, ainsi qu'une monographie, en annexe, sur le modèle des coopératives et des mutuelles. Cette dernière proposera notamment de recourir à la théorie des parties constituantes comme grille de lecture permettant de contribuer à orienter les politiques de soutien pouvant être mises en œuvre au profit des coopératives et des mutuelles.

CHAPITRE III - CADRAGE THEORIQUE : LA RECONCILIATION DES MODES DE LEGITIMITE CONCURRENTS

Une réflexion sur les modèles de gouvernement d'entreprise se doit de répondre à la question de savoir pourquoi, au sein de l'entreprise, il conviendrait de privilégier telle ou telle partie.

Dans les modèles monistes, une seule partie – actionnaire, dirigeant ou salarié – demande à bénéficier de l'essentiel du pouvoir.

Le modèle pluraliste a, quant à lui, plus vocation à procéder par voie de combinaison que d'exclusion. Il conviendra donc de s'interroger sur la liste des parties admises dans le cercle du pouvoir, une question à laquelle il reviendra à la théorie des parties constituantes de répondre. Dans un second temps, il faudra examiner plus en détail les modalités théoriques de la coordination des parties constituantes.

I – Les modèles monistes

Il existe trois grands modèles monistes : le modèle de la suprématie actionnariale (qui vient avec une variante, le modèle de la suprématie actionnariale des fonds), le modèle managérial (ou "directorial") et le modèle salarial, qui prend notamment la forme de coopératives de salariés. Il convient d'examiner, pour chacun d'entre eux, la légitimité de la demande de prééminence qu'il exprime et les avantages et risques qui y sont associés. C'est l'objet des développements synthétiques qui suivent, le détail de l'analyse figurant en annexe dans la monographie "Les modèles monistes de gouvernance : aspects théoriques".

A) Le modèle de la suprématie actionnariale

Le modèle de la *suprématie actionnariale* se définit comme le système dans lequel le pouvoir ultime de décision dans l'entreprise revient à l'actionnaire, dans l'intérêt duquel toutes les décisions doivent être prises.

L'actionnaire peut donc fixer le périmètre de son intervention et l'étendre à la mesure de ses souhaits, au gré des circonstances.

En pratique, depuis les années 1980, la revendication a été à une extension constante de ses pouvoirs. Les fonds, qui sont historiquement les principaux promoteurs du modèle, l'ont étendu dans une variante dont ils sont quasiment les seuls à tirer bénéfice, et que l'on peut appeler la *suprématie actionnariale des fonds*.

1) Les arguments en faveur de la suprématie actionnariale

L'argument le plus ancien est celui de la *propriété* : apporteur de capital, l'actionnaire serait propriétaire de l'entreprise. Autrement dit, la propriété du capital serait synonyme de propriété de la société, qui serait elle-même équivalente à la propriété de l'entreprise. Cette approche présente deux intérêts principaux. D'une part, elle est populaire : si le boulanger est propriétaire de sa boulangerie, pourquoi en irait-il autrement du petit actionnaire de Microsoft ? Les économistes, qui qualifient systématiquement les actionnaires de "propriétaires" dans leurs travaux, confortent cette analyse. D'autre part, cette vision forge une représentation extrêmement puissante. Dans l'optique du droit privé libéral traditionnel, qui imprègne encore largement notre perception juridique du monde, le droit de propriété est un des piliers de notre système, au côté du contrat. Le droit de propriété permet d'utiliser librement un objet, d'en percevoir les fruits et d'en disposer, ce que les Romains appelaient l'*usus*, le *fructus* et l'*abusus*. Le propriétaire étant maître de la chose appropriée, il en résulte que l'actionnaire doit décider sans contrainte des affaires de la société, qui est *sa chose*.

La *théorie du risque*, plus récente que celle de la propriété, en prend le contre-pied. Pour elle, la société n'est en rien une "chose" que l'on pourrait s'approprier. Plus précisément, la société n'est pas. Sa prétendue existence n'est qu'une fiction. Là où certains voient une institution juridique ne se trouve en fait qu'un ensemble de relations contractuelles, un "nœud de contrats", enchevêtrés comme une pelote de fils emmêlés. Dans le cadre de ce "nexisme", il revient à la perspicacité de l'économiste, qui voit au-delà des apparences, d'étudier ces contrats qui réunissent notamment actionnaires, dirigeants, salariés, banquiers, fournisseurs et clients. Intervient alors un raisonnement en deux étapes, fondé sur la théorie de l'agence et la théorie du risque. La *théorie de l'agence* fournit un cadre d'analyse dont l'immense simplicité fait la grande élégance : une partie, le "principal", confie un travail à une seconde partie, dénommée "agent"³¹, et s'en va, lui déléguant un pouvoir de décision et une certaine autonomie dans l'exécution de la tâche ; l'agent, qui connaît mieux le travail à faire que le principal, cherche à utiliser cette asymétrie d'information pour maximiser son profit. En l'absence du principal, l'agent va donc être tenté de laisser libre cours à sa nature paresseuse, voleuse ou capricieuse. C'est ainsi que le dirigeant, "agent" de l'actionnaire, pourra chercher à s'approprier des actifs ou des opportunités de la

³¹ Cette terminologie obscure provient de la traduction de l'anglais, dans lequel le "principal" est un "mandant" et l'"agent" est un "mandataire".

société, à jouer au golf plutôt qu'à étudier ses dossiers ou à se lancer dans des projets grandioses à l'avenir incertain. La théorie de l'agence l'affirme, équations à l'appui : il convient donc de contrôler l'action des dirigeants. Mais pourquoi, dans cette architecture, donner à l'actionnaire, et à lui seul, le pouvoir de contrôle ? La théorie de l'agence ne le dit pas ; il revient à la *théorie du risque* de prendre le relai.

Selon celle-ci, il faut comparer les risques auxquels sont soumises les différentes parties au "nœud" de contrat qu'est l'entreprise. C'est ici que l'économiste cède le pas au juriste. En droit, un constat s'impose : tous les co-contractants ont droit à une rémunération fixe, sauf un. Le salarié perçoit son salaire mensuel, le banquier son intérêt annuel, le fournisseur le prix de son contrat, etc. Seul l'actionnaire n'a droit qu'à une rémunération variable, le dividende, prélevé sur un profit par nature aléatoire. L'actionnaire est titulaire de ce que l'on vient à désigner du terme de "créance résiduelle" : il n'est payé qu'après les autres, s'il reste quelque chose ; à la grande table de l'entreprise, il est servi le dernier. C'est alors qu'intervient la dernière étape du raisonnement, combinaison d'*économie* et de *philosophie juridique*. Economiquement, donner le pouvoir à l'actionnaire sera la meilleure garantie qu'il ait une chance d'être payé. Or, pour être payé, l'entreprise doit être profitable, ce qui bénéficie à tous. L'actionnaire, en agissant dans son intérêt propre, défend toutes les autres parties. Philosophiquement, le raisonnement se fonde sur les théories de la justice. Une des fonctions primordiales du droit est de défendre le faible contre le fort, le petit contre le puissant. Or, on l'a vu, dans l'entreprise, le faible est l'actionnaire. Le droit doit le protéger ; le moyen le plus efficace est de lui donner le pouvoir. Cette transformation de l'actionnaire, historiquement perçu comme "partie forte", en "partie faible", constitue un « *grand retournement* » des représentations (Clerc, 2018b).

Dernier argument de la théorie de la suprématie actionnariale, plus complémentaire que principal : tout est plus simple quand il n'y a qu'une seule personne qui décide, ou, plus précisément, que c'est dans l'intérêt d'une seule catégorie que tous travaillent. Il faut à l'entreprise un "maître unique" et, pour les raisons qui précèdent, celui-ci doit être l'actionnaire.

2) [La réfutation des arguments en faveur de la suprématie actionnariale](#)

D'un point de vue philosophique, la théorie de la suprématie actionnariale est contestée en ce qu'elle réduit les autres parties prenantes de l'entreprise, et notamment les salariés, au simple statut d'instruments au service du profit actionnarial ; or ces derniers souhaitent que la valeur de leur travail soit reconnue en elle-même.

D'un point de vue technique, l'idée selon laquelle les actionnaires seraient les *propriétaires* de l'entreprise n'a aucun sens : c'est la société qui est propriétaire de l'entreprise, qui détient ses actifs, qui est redevable de ses dettes, etc. Les actionnaires ne sont pas non plus propriétaires de la société : il n'existe pas de régime juridique dans lequel on soit propriétaire d'une personne morale. L'actionnaire est propriétaire de ses actions, qu'il peut librement transférer ; les actions sont juridiquement des droits de créance qui donnent à leur titulaire des droits politiques (information, vote, etc.) et financiers (le droit au dividende). Il faut s'y faire : personne n'est propriétaire de l'entreprise, de même que personne n'est propriétaire de l'Etat, d'une association ou d'une fondation. Cela ne signifie pas que les actionnaires n'ont aucun droit, simplement que ce droit ne relève pas de la catégorie de la propriété.

En outre, considérer les sociétés comme des *nœuds de contrat*, c'est nier leur personnalité morale, rejetée comme étant une simple fiction juridique. Le point est valide : les sociétés *sont* des fictions juridiques ; ce n'est pas nouveau, la personnalité morale (fictive) pouvait déjà être conférée aux sociétés à l'époque romaine. Au demeurant, la plupart des institutions juridiques sont aussi des fictions : la propriété, le contrat, le mariage ... La personnalité morale est une fiction qui a permis la constitution des grandes sociétés qui constituent l'ossature du système capitaliste moderne. Pourquoi alors vouloir

se débarrasser d'une fiction si utile, qu'elle existe depuis 2000 ans et est généralisée dans le monde entier ? Le premier avantage, pour les tenants de la suprématie actionnariale, est de pouvoir appliquer aux entreprises la grille de lecture de la théorie de l'agence. Cependant, l'analyse de la formation et de l'exécution de relations contractuelles n'a d'intérêt que si elle rentre dans les détails concrets du pouvoir de négociation, des enjeux, des sanctions possibles, tout ce que le nexisme ne fait précisément pas. Le second avantage est de dispenser l'entreprise de toute responsabilité sociale – mais comment une théorie aussi déconnectée de la réalité pourrait-elle arriver à ce résultat, quand les abus commis par certaines grandes sociétés, notamment dans leur chaîne de sous-traitance, suscite l'émoi et conduit à une légitime demande de régulation des pratiques ?

Par ailleurs, la théorie du risque qui sous-tend la théorie de la suprématie actionnariale repose sur une prémisse inexacte, à savoir que les actionnaires seraient plus en risque que les autres parties. Une analyse précise de ce point, au-delà des considérations purement juridiques sur la notion de "créance résiduelle", en montre la fausseté (cf. la théorie des parties constituantes, II – A ci-dessous). Au demeurant, le succès de la suprématie actionnariale a tué l'argument : c'est bien aujourd'hui les actionnaires qui, usant de leurs pouvoirs, sécurisent un profit constant ou croissant, et ce au détriment des autres parties prenantes, forcées de s'adapter. Subissant le risque de l'actionnaire, ces parties vont logiquement demander des protections, et donc un partage du pouvoir. Enfin, rien n'établit, comme le prétend la théorie de la suprématie actionnariale, une congruence parfaite entre le profit de l'entreprise et l'utilité des autres parties, confrontées notamment à la possibilité de transferts de richesses à leur détriment selon un mécanisme classique de "rent seeking".

Le partage du pouvoir des actionnaires avec d'autres parties apparaît alors logique. D'une part, l'idée selon laquelle une collectivité n'est gouvernable que si elle agit dans le seul intérêt d'un "maître unique" n'est pas tenable ; l'expérience des entreprises, qui ne choisissent pas toutes la voie de la suprématie actionnariale, est là pour le prouver. D'autre part, il est impossible de conférer aux seuls actionnaires le pouvoir, et ce pour une raison simple : leur responsabilité limitée à leurs apports les rend irresponsables en cas de dommages que leurs décisions auraient causés. Or il ne peut y avoir de pouvoir sans responsabilité. C'est la raison pour laquelle le droit prévoit une interdiction de principe de l'immixtion des actionnaires dans la gestion. L'Etat, qui est l'assureur en dernier ressort des dommages causés par les sociétés, est donc bien fondé à édicter des règles de gouvernance qui tendent à réduire cet aléa moral. Notons enfin qu'une bonne gouvernance se doit de combattre la montée du court-termisme qui a caractérisé l'avènement de la théorie de la suprématie actionnariale.

3) [Le cas particulier de la suprématie actionnariale des fonds](#)

La théorie de la suprématie actionnariale voudrait donner le sentiment que les actionnaires ont tous les mêmes intérêts, ce qui est inexact. Ceux-ci diffèrent notamment en raison d'horizons de

détention différents, comme le montre le tableau ci-dessous :

Divergence des intérêts des actionnaires en fonction des horizons de détention		
Type d'actionnaire	Objectifs et technique mise en œuvre	Horizon
<i>Hedge funds</i> (« <i>event driven</i> »)	Rentabilité. Technique : pari sur les opérations de marché (type OPA)	Très court terme
Activistes	Rentabilité. Technique : faible prise de participation et demande de changement de stratégie.	Très court terme ou court terme
Fonds classiques (OPCVM, <i>mutual funds</i>)	Rentabilité. Technique : arbitrage de portefeuille.	Court terme
Actionnaires individuels	Rentabilité avec souvent un attachement au projet de l'entreprise	Court terme ou moyen terme
<i>Private equity</i>	Rentabilité. Technique : négoce d'entreprises (achat en vue de la revente) avec prise de contrôle et gestion intérimaire (orientée sur le <i>cash flow</i>).	Moyen terme
Salariés	Rentabilité et projet d'entreprise. Technique : soutien aux projets de long terme.	Moyen ou long terme
Fonds de pension	Rentabilité de long terme pour servir les retraites. Technique : investissement dans l'économie mondiale.	Long terme (en théorie)
Groupes industriels	Rentabilité et intégration dans le groupe. Technique : recherche de synergies.	Long terme
Etat	Rentabilité et intérêt stratégique pour la Nation. Technique : détention de long terme et, éventuellement, action spécifique (« <i>golden share</i> ») ³² .	Long terme
Fondateur, fondations et familles	Rentabilité et projet d'entreprise. Technique : construction d'un ensemble pérenne.	Long terme.

Il en résulte un phénomène qui est passé largement inaperçu jusqu'ici : la théorie de la suprématie actionnariale n'est pas unitaire. Elle se décline en deux variétés : la théorie générale, décrite ci-dessus, valable pour tous les actionnaires, et la théorie purement financière, qui ne représente que l'intérêt des fonds. En effet, ces derniers, détenant de faibles participations et motivés par une pure rentabilité financière, ne veulent pas s'engager sur le long terme.

Ils demandent donc, légitimement, à être protégés contre une éventuelle appropriation induite d'actifs sociaux par les actionnaires de référence.

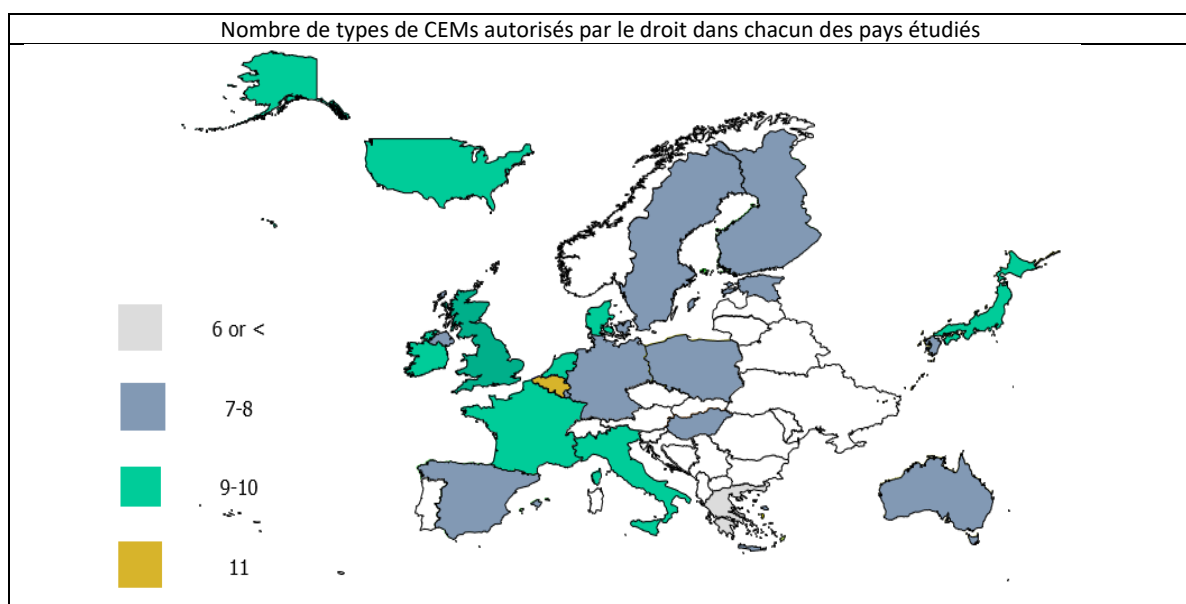
Ils demandent aussi à accroître leur pouvoir de contrôle par l'intermédiaire des administrateurs indépendants, dont ils sont les ardents promoteurs. Alors que, historiquement, les fonds avaient préféré la liquidité au contrôle, le programme de la *suprématie actionnariale des fonds* est d'avoir *la liquidité et le contrôle*.

Les fonds demandent enfin, et surtout, l'élimination des dispositifs juridiques qui, favorisant les actionnaires de long terme, comme les familles, les fondations, les Etats ou les salariés, ne leur bénéficient pas à eux. Ces mécanismes, connus sous le nom de "control enhancing mechanism"

³² Les "actions spécifiques" ont été créées lors des privatisations britanniques des années 1980. Elles donnent certains droits spécifiques à l'Etat sur la gestion ou la cession de l'entreprise privée. Elles existent dans d'autres pays mais sont devenues rares en raison de l'opposition de la Commission européenne. La Cour de justice européenne, saisie 18 fois, a prononcé 16 annulations (Werner, 2016).

("CEM"), ont une longue histoire et sont aujourd'hui très fréquents, comme une étude exhaustive commandée par la Commission européenne l'a montré³³.

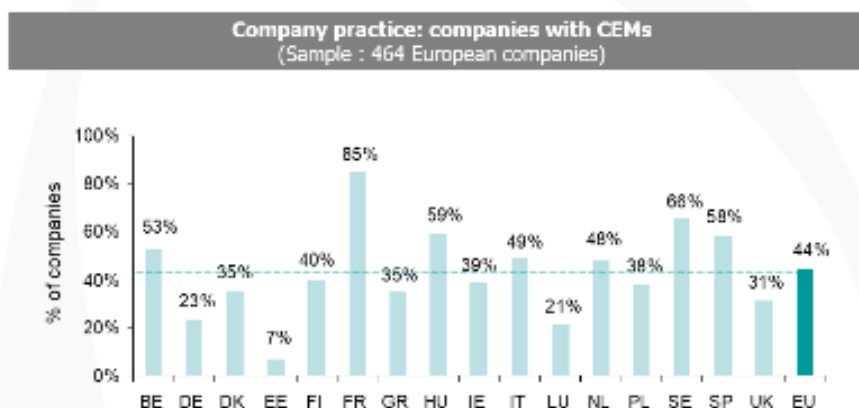
Sur 13 types de CEM possibles, tous les pays en autorisent entre cinq et onze, comme le montre le tableau ci-dessous :



Sources : Clerc, 2007 et Shearman et al., 2007

Et les CEM sont en pratique très utilisés comme le montre une étude portant sur les grandes sociétés européennes :

Proportion de grandes sociétés européennes de l'échantillon utilisant des CEM



Sources : Clerc, 2007 et Shearman et al., 2007

Les CEM consistent, par exemple, en actions de loyauté, qui comme en France, en Italie ou aux Etats-Unis, donnent un droit de vote double (et parfois triple ou quadruple) à des actionnaires ayant détenu

³³ Il a en particulier été établi qu'il n'était pas possible de prétendre à l'existence d'un "principe" "une action, une voix", qui serait prééminent et devrait s'imposer. Ni l'affirmation de l'existence d'une prétendue "démocratie actionnariale", qui tient plus du slogan que d'une réalité analytique, ni l'examen des faits ne viennent au soutien de ce "principe" allégué.

leurs actions pendant des périodes de deux à cinq ans, en général. Elles peuvent aussi prendre la forme d'actions à droits de vote multiple, fréquentes aussi bien dans les pays scandinaves (où elles bénéficient aux familles) que dans les sociétés technologiques américaines (comme Google ou Amazon).

Or, rien ne justifie la suppression de ces dispositifs, bénéfiques en ce qu'ils incitent à la détention de long terme. A l'inverse, on peut noter un renforcement récent des CEM, que ce soit en Italie et en France en 2014, aux Etats-Unis, où de nombreuses sociétés nouvellement cotées optent pour ce statut, comme en Asie, où en 2018 les bourses de Hong Kong et de Singapour ont décidé d'admettre à la cotation des sociétés dotées d'actions à droits de vote multiple.

B) Le modèle managérial

Le modèle managérial reprend de la vigueur en raison des impasses du modèle actionnarial. Il s'agit de redonner une autonomie de gestion aux dirigeants envers les actionnaires, qu'il s'agisse des dirigeants exécutifs (directeurs généraux ou membres du directoire) ou des membres du conseil d'administration ou de surveillance. Précisons que bien évidemment les dirigeants ne réclament pas un pouvoir absolu ; en particulier, il ne s'agit pas de prévoir une cooptation des dirigeants par eux-mêmes, sans contrôle.

La restauration de la *latitude managériale* est donc un premier enjeu, quand les actionnaires activistes prétendent de plus en plus fréquemment dicter aux entreprises la conduite à suivre.

Il est aussi possible de conceptualiser différemment le rôle du conseil. En effet, après les travaux théoriques d'Alchian et Demsetz (1972) et de Blair et Stout (1995) qui ont mis en évidence que l'entreprise se caractérisait par un "travail en équipe" ("team production"), et qu'elle avait intérêt à ce que les parties, et notamment les salariés, procèdent à des "investissements spécifiques", valorisés par l'entreprise mais non facilement transférables en dehors de celle-ci, il est apparu que le meilleur mode de contrôle était l'établissement d'un conseil d'administration jouant le rôle d'un "mediating hierarch". Il lui revient en particulier de s'assurer de la bonne rétribution de chacune des parties, en fonction de sa contribution au processus collectif. Il est important dans ce cadre que le conseil ne prenne pas la place du "créancier résiduel", car il aurait alors une incitation à augmenter sa propre rémunération en réduisant celle des autres.

Les dirigeants sont aussi appelés à avoir un rôle central dans le cadre de l'approche de l'entreprise comme "*entreprise de création collective*" (Segrestin et Hatchuel, 2012). Il convient alors que les dirigeants soient « *choisis pour leur capacité à générer et mettre en œuvre des stratégies collectives innovantes et créatrices de richesses* ».

Précisons un point important : les dirigeants ne peuvent être considérés comme de simples « mandataires », ils sont habilités "*à exercer un pouvoir de direction afin de piloter les opérations dans l'intérêt de l'entreprise, et non dans leur intérêt propre*". En effet, nous l'avons vu, les actionnaires des sociétés de capitaux à responsabilité limitée ne peuvent s'immiscer dans la gestion de la société : faute de pouvoir transférer plus de droits qu'on en a³⁴, ils ne peuvent, par la voie d'un prétendu mandat, transmettre aux dirigeants un pouvoir de direction qu'ils n'ont pas. Si l'on considère l'entreprise comme une "*institution qui génère des relations de pouvoirs*", les pouvoirs du dirigeant trouvent leur fondement dans une habilitation légale, non dans un mandat (Chaigneau et Vernac, 2012).

³⁴ Ce principe, d'une grande généralité, s'énonce traditionnellement dans sa forme latine : "*Nemo plus juris ad alium transferre potest quam ipse habet*".

Notons que dans ces systèmes, les dirigeants ne seraient pas libérés de tout contrôle. D'une part, ils resteraient soumis aux principes de concurrence sur le marché du travail (Fama, 1980), et, d'autre part, ils resteraient nommés et révoqués par des tiers, actionnaires et, dans une certaine mesure, salariés.

C) Le modèle salarial

Le travail du salarié a une dignité et des qualités intrinsèques qui ne peuvent se réduire à l'objet d'une instrumentalisation au service du profit de l'actionnaire. Le salarié peut donc souhaiter participer à la gouvernance de l'entreprise à laquelle il consacre temps et efforts.

Cette participation peut prendre des formes multiples. Il peut par exemple s'agir d'un pouvoir de contrôle, comme dans le cas des coopératives de salariés. Plus généralement, l'intervention du salarié se fera sous la modalité de la coparticipation : dans un mode mineur, celle-ci pourra être informative et consultative, dans le cadre des comités d'entreprise ; de façon plus significative, elle aura une valeur normative, que ce soit par l'intermédiaire d'un processus ponctuel et contractuel (dans le cadre des conventions collectives), ou d'une procédure continue, en cas de codétermination. Notons que la participation du salarié aux processus de décision peut dériver, de façon en général assez indirecte, de sa qualité de retraité ou de futur retraité, par l'intermédiaire des fonds de pension, ou de sa qualité d'actionnaire, quand il participe à un plan salarial.

Le tableau ci-dessous résume ces différentes possibilités, en indiquant à chaque fois le degré de pouvoir qui en résulte pour *l'ensemble des salariés* dans leur entreprise :

PARTICIPATION	DESCRIPTION	EXEMPLES	DEGRE DE POUVOIR
A TITRE PRINCIPAL	Le pouvoir du salarié tient à sa qualité de salarié		
Contrôle	Le salarié détient un pouvoir de contrôle		
<u>Forme pure</u>	Tous les salariés participent au contrôle	Coopératives, autogestion	Elevé
<u>Forme mixte</u>	Une minorité de salariés participe au contrôle	Cabinets de conseils	Faible
Coparticipation	Le salarié participe au pouvoir de contrôle		
<u>Consultative</u>	Le salarié est informé et consulté	Comités d'entreprise	Moyen
<u>Normative</u>	Le salarié participe au pouvoir normatif et décisionnel		
<i>Occasionnelle</i>	<i>Le processus est ponctuel et contractuel</i>	<i>Accords d'entreprise</i>	<i>Elevé /ponctuel</i>
<i>Permanente</i>	<i>Le processus est continu et organique</i>	<i>Codétermination</i>	<i>Elevé / permanent</i>
A TITRE SUBORDONNE	Le pouvoir du salarié tient à une qualité tierce		
Citoyen	Entreprises publiques		Faible
Epargnant/retraité	Fonds de pension		Faible
Actionnaire	Actionnariat salarié		Faible

Le salarié peut justifier sa demande de contrôle ou de coparticipation par quatre arguments :

- Le risque auquel il est exposé dans l'entreprise, cet argument se situant dans la logique même de la théorie du risque promue par la théorie de la suprématie actionnariale. Il sera analysé dans le cadre de l'examen de la *théorie des parties constituantes*.
- Le fait que le travail soit source de toute richesse, comme le relevait Adam Smith, et seule véritable justification de la propriété, comme l'a démontré John Locke. Participant à ce processus de création de richesse, et afin qu'il puisse pleinement exprimer son "potentiel d'action" (Segrestin et Hatchuel, 2012), il doit pouvoir participer aux processus de décision.
- Les nombreux avantages économiques et sociaux qui résultent pour l'entreprise de cette participation (Ghirardelli et al., 2018). Pour la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, les représentants des salariés dans les conseils présentent les mêmes avantages que les administrateurs dits "indépendants" ; ajoutons que, contrairement à ces derniers, ils ont en général une connaissance fine et de première main de la réalité de l'entreprise.
- Enfin, dans un monde où les grandes entreprises rivalisent en pouvoir avec les Etats, le simple bon sens démocratique plaide pour une participation des salariés.

Si l'on fait abstraction des justifications données par les actionnaires et les dirigeants de leur demande de pouvoir, les seules raisons de vouloir minimiser la participation des salariés semblent relever d'une vision agonistique des rapports sociaux, qui, dans un monde toujours à réinventer, semble d'un faible pouvoir heuristique.

Conclusion sur les modèles monistes

Les modèles monistes ont tous leur logique propre. Ils peuvent être partiellement réconciliés, mais l'affirmation de la prééminence d'une seule partie ne peut que conduire à des impasses conceptuelles, dont nous voyons aujourd'hui les effets délétères³⁵. En outre, tout modèle conduisant à une vision du pouvoir confié à un seul groupe, à l'exclusion des autres, doit être pris avec précaution. Comme l'a dit John Dalberg-Acton :

"Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely".

Ainsi, les excès d'un système centré sur le bénéfice d'une seule catégorie finissent par nuire à tout l'ensemble. Le remplacement des modèles monistes par un modèle pluraliste apparaît dès lors comme une nécessité.

II – Le modèle pluraliste

Par essence, le modèle pluraliste a vocation à assurer la coordination de groupes et d'intérêts distincts dans une même structure. Il combine plus qu'il n'exclut.

³⁵ Notons que le modèle salarial présente moins de risques d'abus de pouvoir envers les autres parties constituantes. En effet, face à une coopérative, un apporteur de fonds comme un manager externe auront en général la capacité de définir et de faire appliquer des protections contractuelles.

Il conviendra en premier lieu de s'interroger sur la liste des parties admises dans le cercle du pouvoir, une question à laquelle il reviendra à la *théorie des parties constituantes* de répondre. Dans un second temps, il faudra examiner les modalités théoriques d'un exercice du pouvoir pluraliste, ce qui supposera de mobiliser les concepts de rationalité délibérative et de rationalité positionnelle, avant d'examiner les implications du modèle sur la norme d'autorité, la norme de gestion et la norme de responsabilité.

A) Le cercle du pouvoir : la théorie des parties constituantes

Dans un monde bien réglé, les entreprises seraient au service de la société dans son ensemble. C'est ce que demande la doctrine moderne :

"As a normative matter, the overall objective of corporate law (...) is presumably to serve the interest of society as a whole" (Kraakman et al., 2017).

Cette exigence n'est pas nouvelle. Il apparaît de plus en plus clairement que le risque créé par les externalités négatives augmente avec la taille de l'entreprise, l'industrialisation des processus, le progrès scientifique et technique et la mondialisation³⁶ ; le danger est d'autant plus fort que la puissance des grandes entreprises leur permet de rivaliser avec les Etats. La demande d'un contrôle social sur le fonctionnement des entreprises croît au fur et à mesure de cette prise de conscience.

C'est ainsi que dès 1932, Berle et Means pouvaient conclure leur célèbre ouvrage sur *The Modern corporation and private property* par un chapitre soulignant le pouvoir nouveau des grandes sociétés en ces termes

« The rise of the modern corporation has brought a concentration of economic power which can compete in equal terms with the modern state – economic power versus political power, each strong in its own field. (...) The future may see the economic organism, now typified by the corporation, not only on an equal footing with the state, but possibly even superseding it as a dominant form of social organization »

avant d'en appeler à mettre les entreprises au service de la société :

« They have placed the community in a position to demand that the modern corporation serve not alone the owners or the control but all society. (...) It is conceivable – indeed it seems essential if the corporate system is to survive – that the control of the great corporations should develop into a purely neutral democracy balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income stream on the basis of public policy rather than private cupidity » (Berle et Means, 1932, p. 317-318)³⁷.

C'est sur ce fondement qu'est née la théorie des *parties prenantes*, qui a conduit à nombre d'innovations fructueuses. Cependant, il faut bien reconnaître que la théorie des parties prenantes conduit à une impasse dont seule la théorie des *parties constituantes* permet de sortir.

³⁶ Sur la création de ces externalités et l'aptitude des sociétés à les gérer, voir Deakin (2003).

³⁷ En 1938, Chester Barnard écrira aussi que l'objectif des entreprises doit être de servir la société (Barnard, 1938).

1) Le modèle des parties prenantes et son impasse

Nous vivons depuis plus de 50 ans sur un jeu de mots anglais : la distinction entre « *shareholders* » et « *stakeholders* »³⁸ : d'un côté les actionnaires, de l'autre toutes les « parties prenantes »³⁹.

Le terme de « stakeholder » commence à être employé dans les années 1960⁴⁰ et ne devient vraiment populaire que dans les années 1980, notamment à la suite des travaux de Freeman⁴¹. Il devient alors le fondement du nouveau paradigme anglo-saxon faisant de la distinction entre « *stakeholders* » et « *shareholders* » la nouvelle *summa divisio* du gouvernement d'entreprise.

Cette approche s'est révélée utile en ce qu'elle a permis de mettre en avant tout ce que l'entreprise doit à son entourage ainsi que les inconvénients qu'elle leur fait potentiellement subir. Elle a ainsi été utilisée avec profit, par exemple, au niveau international à travers la norme ISO 26000⁴² et le Global Reporting Initiative⁴³ (dont la gouvernance inclut un « stakeholder council »), dans l'Union européenne avec la récente directive sur l'information extra-financière⁴⁴ ou, en France, dans la loi sur le devoir de vigilance⁴⁵. Elle sous-tend nombre d'initiatives fructueuses en matière de responsabilité à l'égard des sous-traitants ou d'information du public. Grâce notamment à ces évolutions, il est en général admis que les dirigeants des sociétés peuvent, dans une certaine mesure, choisir de se préoccuper des

³⁸ Cf. Freeman et Reed, 1983. Notons que dans les années 1970, Ralph Nader est parmi les premiers à recourir au concept de "corporate governance" pour demander la soumission des grandes entreprises à l'intérêt général (Nader et al, 1976)

³⁹ Une autre voie de réflexion s'est aussi développée, qui tend à repenser l'entreprise comme commun, selon un modèle qui justifie aussi le partage du pouvoir entre parties prenantes (Deakin, 2012).

⁴⁰ Notamment par le Stanford Research Institute en 1963 et par Igor Ansoff en 1965 dans son ouvrage « Corporate strategy : an analytic approach to business policy for growth and expansion », McGraw - Hill

⁴¹ R. E. Freeman, "Strategic Management: A Stakeholder Approach", Pitman, Boston, 1984

⁴² L'article 2.20 définit une partie prenante comme un « individu ou groupe ayant un intérêt dans les décisions ou activités d'une organisation ». Notons que, selon l'Organisation internationale de normalisation, qui a créé cette norme, « ISO 26000 est une norme d'application volontaire qui offre des lignes directrices. Elle n'est pas destinée à des fins de certification ».

⁴³ Les "Lignes directrices G4" définissent ainsi les « stakeholders » : « *Stakeholders are defined as entities or individuals that can reasonably be expected to be significantly affected by the organization's activities, products, and services; and whose actions can reasonably be expected to affect the ability of the organization to successfully implement its strategies and achieve its objectives. This includes entities or individuals whose rights under law or international conventions provide them with legitimate claims vis-à-vis the organization. Stakeholders can include those who are invested in the organization (such as employees, shareholders, suppliers) as well as those who have other relationships to the organization (such as vulnerable groups within local communities, civil society).* »

⁴⁴ Directive 2014/95/UE du 22 octobre 2014 en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes. Le terme de « partie prenante » n'y est pas défini et est utilisé pour l'essentiel dans les considérants.

⁴⁵ Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre prévoyant notamment l'obligation pour les grandes sociétés de mettre en place un plan de vigilance ayant « *vocation à être élaboré en association avec les parties prenantes de la société* » (article L. 225-102-4 nouveau du code de commerce).

questions de "responsabilité sociale des entreprises" sans contrevenir à leurs devoirs fiduciaires ou à leurs obligations d'agir conformément à l'intérêt social (CDJ, 2017)⁴⁶.

La théorie des "stakeholders" n'est cependant pas satisfaisante en ce qu'elle n'a pas permis d'avancée décisive dans le domaine du gouvernement d'entreprise. La raison de l'impasse se trouve dans la terminologie même, qui impose un choix entre les actionnaires, d'une part, et toutes les autres parties prenantes, d'autre part.

Or les "stakeholders" présentent la caractéristique de constituer un groupe dont la définition est théoriquement très large⁴⁷ et pratiquement imprécise. Il est donc difficile de les associer aux prises de décision dans la société.

Prenons un exemple. Soit une grande société pétrolière qui voudrait nommer deux représentants de ses "stakeholders" à son conseil d'administration. Admettons qu'elle considère comme "parties prenantes" principales les communautés locales des pays où elle extrait du pétrole, les associations écologistes concernées par les risques de marée noire et ses clients. Quel processus établir pour sélectionner et désigner des administrateurs représentatifs ? Il n'y a pas de solution satisfaisante. En outre, il serait délicat de faire siéger au conseil d'administration des personnes qui pourraient privilégier des intérêts tiers à l'entreprise sans tenir aucun compte des effets de leurs décisions sur la pérennité de l'entreprise elle-même.

C'est la raison pour laquelle les entreprises préfèrent créer des "comités de parties prenantes". Si cette approche n'est pas totalement inintéressante, elle fait l'objet de sérieuses limitations : ces comités résultent d'une décision unilatérale et révocable des sociétés et leur composition, leurs moyens et leur fonctionnement dépendent du bon vouloir de la société. Typiquement, leur composition repose moins sur un principe de représentation que d'expertise : les membres siègent en raison de leur compétence et non en vertu d'un mandat qu'ils auraient reçu. Or ce dispositif, qui peut être pertinent pour certaines parties prenantes, ne l'est pas nécessairement pour toutes. C'est là où l'approche des "parties constituantes" permet d'opérer une distinction utile.

⁴⁶ La possibilité pour les dirigeants de tenir compte des intérêts des parties prenantes « *n'est démentie ni par les théoriciens de l'agence* [M. C. Jensen, « Value maximization and the corporate objective function », *Business Ethics Quarterly*, 2002, vol. 12, n° 2, p. 235], *ni par les praticiens américains* [American Bar Association Section of Business Law, Report of the Task force of the ABA Section of business law corporate governance committee on delineation of governance roles & responsibilities, août 2009], *ni par exemple encore, par les groupes de travail missionnés par l'ONU pour examiner les conditions juridiques de l'ISR* [Unep Fi/ Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal framework for the integration of social, environmental and governance issues into institutional investment, 2005 ; Unep Fi, Fiduciary responsibility : legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment, 2009]. *En somme, à droit constant, les dirigeants sont parfaitement fondés à prendre en compte la RSE et les incidences de l'activité de l'entreprise sur les « parties prenantes »*

⁴⁷ Michel Capron et Françoise Quairel-Lanoizelée, « *La responsabilité sociale de l'entreprise* », La Découverte, 2007, p. 36 et seq. A titre d'exemple, on peut donner la définition assez classique de Freeman (dans son article précité) : « *a stakeholder in an organization is (by definition) any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives* ». Voir aussi Virginie Mercier, « *La responsabilité sociétale des entreprises* », *Études Joly Sociétés*, v° Responsabilité sociétale, 2016.

2) La théorie des parties constituantes

La théorie des parties constituantes part du principe que l'on ne peut pas considérer de la même façon toutes les parties prenantes. Il convient donc de choisir des critères qui permettent d'opérer la distinction. Deux critères sont retenus : l'exposition au risque de l'activité de l'entreprise et l'investissement dans l'entreprise.

Si une partie subit le risque de l'entreprise, elle devra avoir le droit de se faire entendre. Par exemple, une association locale de défense de l'environnement est légitime à se poser en interlocuteur d'une usine chimique. En revanche, elle ne sera pas légitime à siéger à son conseil d'administration. En effet, l'association pourrait demander des modifications du processus de production dont l'effet pourrait être la faillite de l'entreprise ; elle n'a pas d'incitation particulière à éviter ce résultat.

Il est donc important de prendre en compte l'investissement de la partie dans l'entreprise. Celui qui a investi et qui est en risque est légitime à siéger au conseil d'administration, à la fois pour minimiser son risque mais aussi pour préserver son investissement.

Il existe donc deux catégories fondamentales : les "parties constituantes" ("*investing parties*") et les "autres parties prenantes" ("*interested parties*").

Les actionnaires comme les dirigeants apparaissent naturellement dans la catégorie ainsi définie des "parties constituantes". A l'inverse, il est en général possible d'en exclure, faute d'investissement, la plupart des autres parties prenantes, comme les clients, les fournisseurs, les associations écologiques, etc.

La question qui se pose est celles des salariés. L'objet des développements qui suivent est de montrer qu'ils appartiennent à la catégorie des "parties constituantes", en examinant successivement la question de l'investissement et du risque⁴⁸.

a) L'investissement des parties constituantes

Le concept d'investissement est en général associé à trois idées :

- *Un apport.* Notons que, pour les sociétés, cet apport peut concerner, directement, un actif (matériel ou immatériel) ou du travail (via les apports en industrie), et, indirectement, via l'apport de titres d'une autre société, des actifs, des contrats (signés par la société apportée) ou du travail (qui sera fourni par les salariés de la société apportée).
- *Le risque de dévalorisation (ou l'opportunité de valorisation) de l'apport.* Ainsi l'investisseur en capital pourra-t-il voir la valeur de ses parts baisser (voire disparaître) ou augmenter.
- *Le rendement de l'investissement effectué,* qui doit être mesuré en tant que tel et par comparaison avec les rendements que l'on aurait pu obtenir de placements alternatifs (selon la théorie des coûts d'opportunité). Un rendement de 5% pour un placement dans une société donnée pourra

⁴⁸ Sur ces questions, voir Clerc 2018b et Clerc 2018d.

ainsi être comparé avec un rendement plus ou moins élevé que l'investisseur aurait pu obtenir dans des sociétés concurrentes.

Plaçons-nous d'emblée au niveau pertinent pour le salarié, qui est celui de la durée totale de sa vie active prévisible. Il est alors possible de faire les constats suivants :

- Comme dans l'apport en industrie, le salarié *apporte* son travail à l'entreprise. Sur la durée de la vie active du salarié, c'est bien de son travail, de ses capacités, de son temps de vie (limité) que le salarié fait apport aux entreprises successives dans lesquelles il va travailler.
- Quand il commence à travailler, le salarié dispose d'un capital physique et d'un capital de compétences. Le premier, qui inclut ses capacités cognitives, ne peut que décroître avec le temps : diminution de la force physique, réduction de la capacité de concentration, baisse de la capacité d'apprentissage, affaiblissement de la mémoire, etc. L'évolution du capital de compétences dépend en large partie de la vie professionnelle, de son intérêt, de sa variété, des opportunités d'apprentissage qu'elle offre, etc. *Ce capital subit donc un double risque de dévalorisation, intrinsèque et inéluctable, dû au vieillissement, et extrinsèque et contingent, lié au choix des entreprises où le salarié travaillera.* Toutefois, le capital peut aussi se valoriser selon l'activité effectuée, ce qui peut concerner le capital physique (par exemple dans certaines activités sportives ou de plein air) ou le capital de compétences (par exemple dans certaines activités intellectuelles).
- Le *rendement* de l'apport du salarié peut se mesurer en faisant la somme actualisée des rémunérations qu'il va recevoir pendant la totalité de ses périodes de travail. Ce rendement, tel qu'il peut être estimé *ex ante*, est *a priori* hautement aléatoire. Il dépend de facteurs en tout ou partie *extrinsèques* au salarié, comme le choix des entreprises (qui dépend de leur cycle d'embauches), l'évolution de leur situation financière et de leurs choix stratégiques, ou les perspectives de carrière qu'elles offrent.

Ces précisions étant apportées, il est possible de montrer de façon synthétique comment se comparent l'apport du salarié et celui de l'actionnaire :

Comparaison de l'investissement de l'actionnaire et du salarié		
	Apport en capital	Apport en travail
Apport	Actif matériel ou immatériel, mais le travail peut aussi constituer un apport en industrie.	Même quand il n'est pas reconnu comme un apport en industrie, le travail apporté par le salarié est le même. Les mêmes capacités et compétences dans un temps de vie limité sont apportées.
Risque de dévalorisation	La valeur des parts peut baisser ou disparaître	L'évolution des capacités et des compétences dépendent en partie de la vie professionnelle et des opportunités d'apprentissage offertes.
Rendement	Le rendement est mesuré par la distribution de dividendes, ou le rendement total des capitaux propres, incluant également la valorisation ou dévalorisation des parts.	Le rendement de l'investissement en travail peut se mesurer comme la somme actualisée des rémunérations du salarié pendant la totalité de ses périodes de travail. Il est très aléatoire, et fonction du choix de l'entreprise, des cycles d'embauches, de l'évolution de leurs choix stratégiques, et des perspectives de carrière qu'elles offrent

L'associé et le salarié sont ainsi tous les deux en position d'investisseurs, et ce en raison de la nature même de leurs relations avec l'entreprise. Notons qu'ils partagent un trait commun supplémentaire : ils ne peuvent conclure de contrats qui prévoieraient l'essentiel des risques qu'ils encourent et les couvriraient par des garanties adéquates. Dans la terminologie des économistes, ils souscrivent des contrats « incomplets ».

Les associés et les salariés sont les seules catégories à être, dans tous les cas, dans cette position. Une catégorie, celle des prêteurs financiers, se trouve aussi en position d'investisseur ; mais elle a la possibilité de maîtriser précisément ses risques en fixant des règles de bonne conduite financière à l'entreprise emprunteuse (communément désignées sous le terme anglais de « covenants ») et en prenant des garanties sur ses actifs ou sur ceux de ses associés ; il leur est donc possible de conclure des contrats « complets ». Les autres parties prenantes peuvent, à l'occasion, se trouver en position d'investisseurs, comme les municipalités qui fournissent un terrain à bas prix ou les sous-traitants qui font des investissements spécifiques pour obtenir le contrat du maître d'ouvrage. Mais cette position d'investisseur n'est pas inhérente à leur activité ; en outre, ils ont la capacité, au moins théorique, de négocier des termes protecteurs de leur investissement. Leur position fondamentale est donc bien différente de celle des parties constituantes.

b) Le risque

Il est possible de comparer rigoureusement les risques du salarié et de l'actionnaire investissant dans une société cotée.

Commençons par la *nature du risque*, ce qui peut être perdu. Pour l'actionnaire, la perte ne peut être que monétaire. Il peut s'agir d'une perte effective (les actions sont revendues à perte ou leur valeur est anéantie à la suite d'une faillite) ou potentielle (en investissant mal, l'actionnaire a perdu l'opportunité de gains en capital ou de dividendes plus élevés). La perte potentielle du salarié est beaucoup plus variée. En choisissant mal l'entreprise où il va travailler, il peut perdre de l'argent, sous forme d'une perte d'opportunité de percevoir des revenus plus élevés (le salarié aurait pu travailler ailleurs ou, à l'embauche, on lui a promis des augmentations qui ne se sont jamais matérialisées). Même si l'entreprise respecte les normes de sécurité, il peut subir un accident du travail. Il peut aussi subir une érosion de ses compétences, que l'entreprise choisisse de ne pas en faire usage (la société ne fait travailler un commercial bilingue que dans sa langue maternelle) ou qu'elle n'investisse pas dans la formation (un technicien n'est pas formé aux nouvelles technologies). S'il a investi dans des compétences spécifiques, il peut perdre son investissement lors d'un changement d'emploi. Si l'entreprise ne respecte en rien les promesses faites à l'embauche (nature exacte du travail, perspectives d'évolutions, ambiance, etc.), le salarié peut considérer qu'au fond il perd son temps, c'est-à-dire une fraction de son temps disponible total pour la vie active.

S'agissant de la *temporalité du risque*, il faut distinguer entre le moment du choix de l'entreprise (l'actionnaire sélectionne la société dans laquelle il veut investir et le salarié la société dans laquelle il veut travailler) et celui de la sortie de l'entreprise (l'actionnaire cède ses actions, le salarié change de travail).

Au moment d'investir, deux questions se posent. La première est celle de l'information dont on dispose pour faire un choix éclairé. La situation de l'actionnaire est favorable : il dispose d'informations abondantes, adaptées à ses besoins et contrôlées par des autorités indépendantes - il peut notamment examiner les comptes (information rigoureusement normée et le plus souvent contrôlée par des commissaires aux comptes), les rapports de gestion et, s'agissant des sociétés cotées, toute l'information réglementée conçue à son intention et contrôlée par des régulateurs financiers. Le salarié ne bénéficie quant à lui d'aucun de ces avantages ; cela est même pire : en pratique, il ne dispose pas de recours juridique si les informations qui lui ont été données à l'embauche sont inexactes ou trompeuses. La seconde question qui se pose, au moment de l'investissement, est celle des conditions dans lesquelles le choix va pouvoir être effectué. L'actionnaire est encore dans une situation favorable : il peut faire un choix assez peu contraint - il dispose en général de temps pour procéder à l'investissement ; il peut choisir entre de nombreuses sociétés et examiner simultanément ses options. Le salarié bénéficie de moins de liberté : il n'a pas nécessairement beaucoup de temps pour choisir (il doit travailler pour vivre) ; le choix des sociétés est contraint de multiples façons : il ne peut s'agir que de sociétés qui embauchent, cherchent un profil correspondant à celui du salarié et se trouvent dans une proximité géographique suffisante ; enfin, le salarié ne peut passer qu'un nombre limité d'entretiens d'embauches de façon simultanée, ce qui restreint ses options.

Au moment du *désinvestissement*, l'actionnaire est dans une situation confortable : la cession des actions est rapide et le réinvestissement facile ; s'il préfère attendre entre la cession et le réinvestissement, des placements surs lui assurent un rendement minimal ; au pire, s'il s'est trompé, la situation est réversible (l'actionnaire peut racheter les actions vendues) ; enfin, rien ne lui interdit

de procéder régulièrement à des achats et des reventes. La situation du salarié est toute autre : la démission prend du temps (il convient de respecter un préavis) ; le processus de nouvelle embauche peut être long et, compte tenu de l'existence d'une période d'essai, risqué ; le processus n'est pas réversible ; enfin, il est impossible, pour des raisons de réputation, de changer trop souvent d'emploi.

S'agissant enfin de la possibilité de *maîtrise du risque*, il convient de distinguer entre maîtrise économique et maîtrise juridique.

D'un point de vue *économique*, l'actionnaire peut diviser son risque en investissant dans plusieurs entreprises ; il bénéficie de la liquidité de ses investissements (comme développé ci-dessus) ; enfin, comme le font les activistes, il peut dans certains cas forcer la société dans laquelle il investit à spécialiser son activité⁴⁹. Le salarié ne peut pas diviser son risque ; la liquidité est pour lui très faible ; enfin, la spécialisation constitue un transfert de risque à son détriment (une entreprise diversifiée est potentiellement plus résiliente si ses différentes activités ne suivent pas le même cycle économique).

D'un point de vue juridique, l'actionnaire dispose de nombreux droits sur la société pour lui permettre de gérer son risque ; ce qui n'est pas le cas du salarié.

Le tableau ci-dessous résume la situation :

Comparaison du risque de l'actionnaire et du salarié		
	Capital	Travail
Nature du risque	Risque financier : perte de capital et de revenus, perte d'opportunité de placements meilleurs	Risque financier : perte d'opportunité de revenus meilleurs Risque corporel : accidents du travail Risque sur les compétences : réduction ou stagnation par inutilisation ; perte d'opportunité d'augmentation par défaut de formation théorique ou pratique Risque sur les investissements spécifiques, perdus en cas de changement d'emploi Risque d'usage du temps : perte d'une fraction de sa vie active (avec un effet potentiellement différent selon l'âge)
Temporalité du risque	<i>Risque au moment du choix de l'entreprise (investissement)</i> Choix éclairé : information comptable normée ; contractualisation de garanties ; contrôle d'une autorité publique (AMF, SEC, ...) sur la qualité de l'information Choix libre : choix important de cibles d'investissement ; examen simultané possible ; absence d'urgence	<i>Risque au moment du choix de l'entreprise (embauche)</i> Choix pas nécessairement éclairé : pas ou peu d'information normée disponible au moment de l'embauche Choix non entièrement libre : fortes contraintes restreignant les choix possibles (situation du marché du travail, contraintes géographiques), examen simultané des offres difficile ou impossible, urgence à

⁴⁹ Cette stratégie permet d'augmenter les gains potentiels de l'actionnaire (Blivet et al., 2005).

		choisir compte tenu des contraintes budgétaires
	<i>Risque au moment de la sortie de l'entreprise (désinvestissement)</i> Cession rapide ; réinvestissement rapide ; existence de placements d'attente ; réversibilité ; pas de limites dans les achats / reventes.	<i>Risque au moment de la sortie de l'entreprise (changement d'emploi)</i> Longueur du processus de changement d'emploi ; risque inhérent au processus (existence de périodes d'essai) ; risque de changements trop fréquents (réputation)
Possibilité de maîtrise du risque	<i>Maitrise économique</i> Possibilité de diviser le risque (investissement dans plusieurs sociétés) ; bénéfice de la liquidité ; possibilité de spécialisation de chaque entreprise	<i>Maitrise économique</i> Division du risque quasi-impossible ; faible "liquidité" ; spécialisation risquée
	<i>Maitrise juridique</i> Droits de décision : nomination et révocation des dirigeants, fusions, dividendes, etc.	<i>Maitrise juridique</i> Pas de droits de décision

Dès lors que l'on reconnaît la spécificité des parties constituantes, il devient plus simple de déterminer ce que doit être l'architecture du pouvoir. Toute décision de l'entreprise affecte potentiellement la valeur de l'investissement des salariés, ce qui n'est pas vrai des autres parties prenantes. Le droit, dans la généralité des prévisions qui sont les siennes, doit s'assurer d'une forme de préservation de leurs intérêts⁵⁰. Cette forme ne peut pas être la même que celle qui s'applique aux autres parties prenantes, qui ne sont que ponctuellement et potentiellement affectées par l'activité de l'entreprise, et non systématiquement.

Ainsi, le fait que les actionnaires et les salariés soient tous deux des parties constituantes justifie pleinement leur présence conjointe au conseil d'administration ou de surveillance ; de même, les deux parties étant en risque, les fondements mêmes de la théorie de la suprématie actionnariale conduisent à ce qu'elles participent toutes les deux à l'exercice du pouvoir dans l'entreprise.

B) L'exercice du pouvoir : la réconciliation des intérêts divergents

Le système pluraliste nécessite un mode particulier d'exercice du pouvoir. Associant actionnaires, salariés et dirigeants au conseil d'administration ou de surveillance, il suppose une approche

⁵⁰ Notons que le droit européen reconnaît l'intérêt des salariés comme faisant partie de « *l'intérêt de la société dans son ensemble* » en cas d'offre public d'acquisition, dès lors que le conseil d'administration de la société visée doit examiner expressément l'emploi au titre de cet intérêt. (Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition - art. 3 et 9). Au Canada, une proposition de modification législative du « duty of care » des dirigeants a été proposée dans les termes suivants : " *In considering the best interests of the corporation, the board of directors, committees of the board, individual directors and individual officers are required, in good faith, and without limitation, to deliberate on the short-term and long-term effects of corporate actions on: – The corporation itself – Shareholders as a collective entity and individually – Employees as a collective entity and individually* " (Puri, Poonam, et Tuvia Borok. " *Employees as Corporate Stakeholders* ", Journal of Corporate Citizenship 8 (2002): 49-61)

particulière dans la rationalité mise en œuvre, le recours à la notion d'intérêt de l'entreprise comme garde-fou et la mobilisation autour d'un projet.

1) La rationalité délibérative comme remède à l'impuissance de la rationalité positionnelle

Tous les systèmes monistes sont rationnels. Ils prétendent chacun profiter au mieux à la partie constituante qu'ils représentent, ou, pour employer la terminologie de la théorie de l'agence, ils cherchent à maximiser l'utilité de la partie qu'ils instituent arbitrairement comme relevant de la catégorie de "principal" dans la relation "principal / agent" (ou "master / servant", si l'on revient aux sources de cette théorie). Précisons : pour l'actionnaire, sa qualité d'apporteur de fonds lui confère la qualité de "maître" qui confie à son "serviteur", le dirigeant, le soin de faire fructifier son argent ; pour le dirigeant, sa qualité de représentant légal de l'entreprise lui fait obligation de conclure en son nom les contrats les plus avantageux avec, notamment, les autres parties constituantes, plaçant ainsi les apporteurs de capitaux et de travail en position d'agents dont le risque de comportement opportuniste doit être contrôlé – risque qui existe aussi bien chez l'actionnaire que le salarié ; pour le salarié, enfin, sa qualité de source fondamentale de la création de richesse lui fait considérer comme normal l'exercice d'un pouvoir de contrôle sur les fonctions de financement et de coordination au sein d'une entreprise dont il constitue la substance.

Ces différentes rationalités, d'une logique incontestable quand elles sont prises isolément, se heurtent à une difficulté majeure : dans leur pureté théorique, elles sont incompatibles entre elles. La solution traditionnelle consiste pour chacune des parties constituantes à faire travailler des experts, parfois stipendiés, pour faire prévaloir leur point de vue ; le débat sur l'équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise est ensuite déplacé sur le terrain législatif, où peuvent s'exprimer ouvertement les rapports de force.

Une autre approche existe pourtant : celle de la *rationalité positionnelle*. Théorisée par Amartya Sen, elle s'exprime bien dans l'anecdote suivante (Sen, 2010), qui mérite d'être citée intégralement pour bien en comprendre la portée :

« Il s'agit de décider lequel de ces trois enfants – Anne, Bob ou Carla – doit recevoir la flûte qu'ils se disputent. Anne la revendique au motif qu'elle est la seule des trois à savoir en jouer (les autres ne nient pas) et qu'ils serait vraiment injuste de refuser cet instrument au seul enfant capable de s'en servir. Sans aucune information, les raisons de lui donner la flûte sont fortes.

Autre scénario : Bob prend la parole, défend son droit à avoir la flûte en faisant valoir qu'il est le seul des trois à être pauvre au point de ne posséder aucun jouet. Avec la flûte, il aurait quelque chose pour s'amuser (les deux autres concèdent qu'ils sont plus riches et disposent d'agréables objets). Si l'on n'entend que Bob et pas les autres enfants, on a de bonnes raisons de lui attribuer la flûte.

Dans le troisième scénario, c'est Carla qui fait remarquer qu'elle a travaillé assidûment pendant des mois pour fabriquer cette flûte (les autres le confirment) et au moment précis où elle a atteint le but, « juste à ce moment-là », se plaint-elle, « ces pilleurs tentent de lui prendre la flûte ». Si l'on n'entend que les propos de Carla, on peut être enclin à lui donner la flûte, car il est compréhensible qu'elle revendique un objet fabriqué de ses propres mains.

Mais si l'on a écouté les trois enfants et leurs logiques respectives, la décision est difficile à prendre. »

Les théories monistes rentrent parfaitement dans le cadre théorique défini par cette "parabole des trois enfants" : elles sont rationnelles, irréconciliables entre elles et le choix d'une théorie contre les autres ne pourra produire qu'injustice et inefficacité.

La solution au problème, nous dit Amartya Sen, passe par la reconnaissance de l'absence de solution. Ou, plus précisément, de l'absence de solution théorique rationnelle applicable à tous les cas de figure, indépendamment des circonstances particulières.

La première étape de la véritable solution consiste donc à reconnaître l'existence d'un *problème de rationalité positionnelle*.

La seconde étape consiste à organiser le *processus délibératif* permettant à chacune des parties intéressées de participer à la solution. Il n'existe pas en l'espèce de règle magique, si ce n'est que pour que la délibération ne soit pas de pure forme, chaque participant doit avoir à la fois une *capacité d'expression* et une *capacité d'influence*. Dans l'ordre juridique, cela se traduit par la mise en place de règles permettant d'organiser le pluralisme, c'est-à-dire une forme d'équilibre des pouvoirs permettant *in fine* la prise de décision dans un espace où demeurera toujours une conflictualité irréductible⁵¹. Dans l'ordre gestionnaire, cela impliquera le développement de programmes de formation tendant à la création de langages communs, un processus d'autant plus important que, trop souvent, le silence est le signe de la violence.

La troisième étape est un appel à l'humilité. Dans un univers radicalement incertain, personne ne peut garantir qu'une décision, au moment où elle est prise, sera la bonne. Dès lors, le processus pour parvenir à la décision prend une importance déterminante, car elle en assure la légitimité et permet à chacun de se prévaloir du succès et oblige tous les participants à en assumer les échecs. Le processus de décision fait partie de la décision. Enfin, compte tenu de l'existence d'une incertitude, elle invite à revaloriser une approche des choix plus déontologique et moins conséquentialiste.

2) Norme d'autorité, norme de gestion et norme de responsabilité

Dans les systèmes pluralistes, il importe tout d'abord de valoriser la *norme d'autorité* pour s'assurer de la capacité des dirigeants exécutifs à assumer leurs fonctions. En particulier, il est préférable qu'elle ne soit pas fondée sur une délégation de pouvoirs d'une seule des parties constituantes, mais sur une habilitation légale, dans un souci de crédibilité quant à l'organisation des processus délibératifs et la mise en œuvre des décisions prises.

Cependant, la norme la plus importante pour l'entreprise pluraliste est sans doute la *norme de gestion*.

Il convient tout d'abord que les "*principes délimitatifs*", dont l'objet est essentiellement de fixer les bornes de l'interdit, soient *universels*, en faisant référence à l'intérêt de la société ou de l'entreprise⁵²,

⁵¹ En ce sens, le système pluraliste est d'essence démocratique : « *La démocratie constitue donc un système politique complexe dans le sens où elle vit de pluralités, concurrences et antagonismes tout en demeurant une communauté. Ainsi, la démocratie constitue l'union de l'union et de la désunion* » (Edgar Morin, « Les sept savoirs nécessaires à l'éducation du futur », Seuil 1999, p. 61)

⁵² Si en France l'entreprise ne fait pas l'objet d'une définition et d'un régime unitaires (Lyon-Caen, 2014), elle est néanmoins largement appréhendée par le droit. Le concept est internationalement reconnu sous ses appellations anglaises de "*firm*", "*business*" ou "*enterprise*".

de telle sorte que les efforts collectifs se coordonnent autour de l'entreprise, saisie dans son universalité.

L'ajout de "*principes attractifs*" à la *norme de gestion* est par ailleurs la suite naturelle de la gestion d'une entreprise en mode pluraliste :

- Cet ajout peut d'abord prendre une forme *universelle*, que toute entreprise peut suivre. Libérées d'une vision étroitement mono-centrée, les entreprises peuvent revenir vers le modèle de "*l'entreprise de création collective*"⁵³. Dans cette approche, l'innovation se trouve au cœur du concept même de l'entreprise, qui devient avant tout un lieu de création collective. L'entreprise passe d'un "*régime productif*" à un "*régime génératif*" ; dès lors, sa direction doit avoir pour objectif de mobiliser la capacité créative de l'entreprise "*pour penser un usage inédit et créatif des ressources existantes*".
- Cette addition peut aussi prendre une forme *particulière*, en ce sens qu'elle n'est pas imposée par le modèle pluraliste mais permise par celui-ci, chaque société pouvant librement choisir un projet ou une "*raison d'être*" (Notat et Senard, 2018).

Toute société peut se livrer à cet exercice et nombre d'entre elles le font, si l'on en croit les sites internet qui décrivent leur "mission" et leurs "valeurs". Mais l'on n'est pas obligé de croire à ces déclarations d'intention qui paraissent surtout relever de l'exercice convenu de propagande institutionnelle⁵⁴. La réalité comme la pérennité d'une ambition collective supposent que soient prises des précautions particulières, où le marketing s'efface devant le droit, où la parole qui séduit cède le pas au verbe qui agit. C'est, en théorie, l'intérêt du régime des "*sociétés à mission*" ou des "*sociétés à objet social étendu*"⁵⁵, qui donnent à ces pratiques un cadre juridique et dont on peut espérer l'extension à de plus nombreux pays.

Ces régimes prévoient en effet la possibilité d'inscrire dans les statuts des sociétés une mission particulière, par exemple philanthropique ou scientifique, lui donnant ainsi visibilité et, dans une certaine mesure, stabilité. Des lois ont créé les régimes juridiques appropriés dans plus de 35 états aux Etats-Unis ainsi qu'en Italie ; des projets sont en cours de discussion dans divers pays, dont le Royaume-Uni, la France et l'Australie (Levillain et Segrestin, 2018). Les mécanismes de sécurisation juridiques comportent typiquement une inscription dans les statuts et des mécanismes de contrôle, comme la publication de rapports où l'intervention de sociétés tierces, payées par la société pour se faire attribuer un certificat de respect des engagements pris.

Notons que si cette évolution du cadre juridique est globalement positive et peut certainement donner des résultats intéressants, elle reste quand même insuffisante. En effet, un engagement n'est efficace que s'il est irrévocable, vérifiable par un tiers indépendant et contrôlé par une instance adéquate. Une véritable société à mission devrait donc respecter trois conditions. D'abord, les statuts ne devraient pouvoir supprimer la mission qu'à une majorité qualifiée suffisamment élevée, pour garantir la pérennité du dispositif. Ensuite, les salariés devraient être impliqués dans le processus, par exemple dans le cadre d'un accord d'entreprise. Enfin, un organe spécifique devrait être créé pour s'assurer du suivi de la mission – celui-ci devrait être composé de façon pluraliste, les membres étant nommés par toutes les parties constituantes, avoir les

⁵³ Sur cette théorie, voir Hatchuel et Segrestin (2009) Segrestin et Hatchuel (2012) et aussi Segrestin et Vernac (2018) et Segrestin et Levillain (2018).

⁵⁴ L'effectivité juridique de la raison d'être peut toutefois être garantie par la loi. A cet égard, le projet de loi en cours d'adoption en France, en prescrivant au conseil d'administration des sociétés cotées de prendre en compte la raison d'être de la société, s'il en a été choisi une, constitue un modèle intéressant.

⁵⁵ Sur ce type de sociétés, voir Levillain (2017), Segrestin et al. (2015) et Prophil (2017).

moyens juridiques et financiers d'exercer un contrôle sur la réalité de la mission (au besoin en missionnant un tiers à cet effet) et avoir la capacité d'exprimer publiquement ses conclusions. Un dispositif de cette nature avait fait l'objet d'une proposition de loi en France, qui n'a pas été votée⁵⁶.

La *norme de responsabilité* a enfin, dans un régime pluraliste, une importance toute particulière :

- D'une part, elle doit conférer un degré satisfaisant de protection des dirigeants dans leurs choix quand il leur revient d'arbitrer entre les différentes parties constituantes. S'il est fait référence à des intérêts particuliers, le choix (habituel) d'une norme de responsabilité précisant que les devoirs ne sont dus qu'à l'égard de la société permettra de maintenir la cohérence de l'action collective.
- D'autre part, conformément au principe selon lequel le modèle pluraliste doit permettre la prise en compte effective, par les dirigeants représentatifs des parties constituantes, des intérêts des autres parties prenantes, la norme de responsabilité ne devrait pas fermer toute possibilité d'action de ces parties prenantes si ces dernières subissent un dommage important résultant de la violation personnelle et d'une particulière gravité, par les dirigeants, de leurs obligations.

Conclusion sur le modèle pluraliste

Le modèle pluraliste a pour vocation d'intégrer les trois parties constituantes dans le processus décisionnel de l'entreprise. Ce faisant, comme le démontre clairement Olivier Favereau (Favereau, 2019), il permet aussi de défendre les autres parties prenantes, notamment en matière écologique.

Ce modèle est renforcé par la théorie de l'entreprise en modèle génératif et, potentiellement, par le recours à une mission, à condition d'adopter des mécanismes juridiques adaptés.

Il convient aussi de noter qu'il est compatible avec les théories les plus robustes :

- Il s'inscrit dans la lignée de la théorie institutionnaliste d'Hauriou, qui définissait une institution comme suit : *"Une organisation sociale devient durable, c'est-à-dire conserve sa forme spécifique, malgré le renouvellement continu de la matière humaine qu'elle contient, lorsqu'elle est instituée, c'est-à-dire lorsque, d'une part, l'idée directrice, qui est en elle dès le moment de sa fondation, a pu subordonner le pouvoir du gouvernement, grâce à des équilibres d'organes et de pouvoir, et lorsque, d'autre part, ce système d'idées et d'équilibres de pouvoirs a été consacré, dans sa forme, par le consentement des membres de l'institution aussi bien que du milieu social. En somme, la forme de l'institution, qui est son élément durable, consiste en un système d'équilibres de pouvoirs et de consentements construit autour d'une idée."* (Hauriou, 1929 ; soulignement ajouté). On retrouve bien dans cette définition trois caractéristiques du modèle pluraliste : le consentement des parties constituantes (obtenu par le processus délibératif), l'équilibre des pouvoirs (qui permet la délibération et lui donne sens) et l'idée directrice, qui assure la transcendance du projet.
- Il est compatible avec le principe de *"Company-Centered Model"* développé par Paine et Bowers (2017)
- Il est porté par une logique similaire à celle qui prévaut dans la théorie de la *"team production"* de Margareth Blair, dont la clef se trouve dans la figure du *"mediating hierarch"*, un arbitre

⁵⁶ Proposition de loi "Entreprise nouvelle et nouvelles gouvernances", 6 décembre 2017, n° 476.

cherchant un équilibre entre les revendications des différentes parties constituantes (Blair, 1995 ; Blair et Stout, 1999).

- Il est compatible avec l'esprit de la théorie d'Isabelle Ferreras (Ferreras 2012 et Ferreras 2017), qui souhaite l'instauration d'un bicamérisme égalitaire au sein de l'entreprise, avec un conseil représentant le travail et un autre représentant le capital. Si le modèle pluraliste ne va pas aussi loin, il s'inspire d'un même concept d'équilibre des pouvoirs entre parties constituantes.
- Il serait renforcé par une modification des règles de comptabilité permettant de mieux s'assurer de l'intégration de l'entreprise dans son environnement, selon le modèle novateur proposé récemment par deux chercheurs (cf. Rambaud et Richard, 2017).

Le modèle pluraliste a un dernier mérite : même s'il n'avait pas jusqu'à présent été clairement identifié comme tel, il existe déjà et donne des résultats satisfaisants. Il peut constituer le noyau européen d'une démocratie économique⁵⁷ et, plus largement, servir d'exemple dans le monde.

TITRE SECOND : LES MODELES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Il existe trois façons principales d'aborder la question de l'existence de "modèles" de gouvernement d'entreprise.

La première part de l'analyse de « variétés du capitalisme »⁵⁸. Ces études, particulièrement riches et stimulantes, débordent le cadre de l'analyse stricte des modèles de gouvernement d'entreprise et ne peuvent donc être utilisées telles quelles pour proposer une typologie de ces modèles.

La seconde prend pour point de départ les analyses "leximétriques", qui sélectionnent quelques règles de droit, leur donnent une valeur chiffrée, les pondèrent et en tirent des valeurs synthétiques qui sont ensuite utilisées pour classer les systèmes en différents modèles. La première grande étude basée sur ces principes confrontait les chiffres obtenus à la traditions juridique à laquelle se rattachaient les pays étudiés (origine française, anglaise, allemande ou nordique) ; les résultats n'en ont pas été très convaincants. Cela tient au fait que, si la leximétrie est intéressante pour comparer les évolutions dans le temps d'un système donné, elle est en revanche moins pertinente quand il s'agit de comparer des systèmes légaux entre eux, car elle maîtrise mal les effets de combinaison des règles entre elles, les questions d'application effective et les éventuelles équivalences fonctionnelles (et leurs limites)⁵⁹. En outre, les études qui se focalisent sur un point de vue unique, celui de l'actionnaire, ne sont pas

⁵⁷ "Il serait vain d'espérer qu'une transformation du capitalisme en Europe puisse lui redonner sa puissance économique passée. Au cours de ce demi-siècle, le poids économique du monde va irrémédiablement basculer vers l'Asie. Mais l'Europe peut encore proposer aux sociétés salariales qui vont se généraliser un modèle de démocratie économique pour retrouver le chemin perdu du progrès social" (Aglietta et Rebérioux, 2004).

⁵⁸ Cf. par exemple Albert 1993; Amable, 2000 ; Coates 2000; Dore et al. 1999; Dore 2000; Hall et Soskice 2001a et 2001b, Hutton 1995; Hutton 2003, Hall et Gingerich 2009

⁵⁹ Prenons un exemple simple. Supposons que l'on fasse une étude sur les vins dans le monde en retenant cinq critères : le goût, l'arôme, la couleur, la solidité de la bouteille et la qualité du bouchon. Cette approche serait logique : un bon vin dans une bouteille trop fragile ou dont le bouchon coule ne serait pas un bon achat. Chaque critère est noté sur un et le total sur cinq. Il sera difficile d'utiliser la note pour savoir quel vin acheter. En revanche, la progression de la note pourra être un renseignement utile sur les efforts fournis par le producteur.

exempts d'*a priori* et d'erreurs. Elles ne permettent donc pas de véritablement dégager des modèles⁶⁰.

La troisième méthode est celle que nous avons retenue. Elle consiste à partir des sources de pouvoir possible – actionnaires, dirigeants et salariés – et d'examiner pour chacune d'elle le modèle moniste qui dans la réalité s'en rapproche le plus. Le Royaume-Uni représente bien le modèle actionnarial comme les Etats-Unis, même s'ils ont été en partie affectés par le système de la suprématie actionnariale, donnent une bonne image du système managérial. Le système salarial ne s'incarne pas dans un pays qui en serait le représentant : ses principes seront donc décrits, comme son étendue.

Conceptuellement opposé à ces trois modèles, le système pluraliste combine le pouvoir des actionnaires, des dirigeants et des salariés, selon des degrés et des nuances diverses. Il s'incarne bien dans les exemples allemand, autrichien, français, néerlandais et scandinave. Les traits communs à ces pays seront donc présentés.

CHAPITRE I – LES SYSTEMES MONISTES

Des trois systèmes monistes, celui de la suprématie actionnariale est à la fois le plus récent et le plus conquérant : pendant les trente dernières années, ses principes ont influencé le modèle managérial et le modèle pluraliste. Il sera donc présenté en premier ; ses modes d'extension dans le monde seront aussi décrits. Le modèle managérial, que nous examinerons ensuite, demeure puissant, étant incarné par la première économie mondiale. Quant au modèle salarial, que nous analyserons en dernier, s'il demeure bien vivant, il reste limité, pour l'essentiel, à des entreprises de petite taille.

I - LE MODELE DE LA SUPREMATIE ACTIONNARIALE

Les développements ci-dessous présentent l'essentiel des faits quant au modèle britannique et à ses extensions. Une monographie en annexe complète l'analyse et donne toutes les références.

⁶⁰ Pour l'étude d'origine, voir La Porta et al. (1998), à lire avec précaution tant le codage des variables juridiques paraît fragile (pour des erreurs manifestes de codage, voir Cools 2005). Pour une synthèse, voir La Porta et al. (2008) ; parmi les différentes critiques, voir Coffee (2001) pour les aspects historiques, Roe (2006) pour les aspects politiques, Collison et al. (2011) pour les impacts sociaux de la financiarisation et Deakin et al. (2017) pour les questions de causalité. Une remise en question assez complète de la pertinence de ce type d'étude se trouve dans Armour et al, 2009a ; pour un exemple de remise en cause, appliqué à l'Inde, voir Armour et Lele, 2009. Sur l'intérêt et les limites des comparaisons en matière de gouvernement d'entreprise, voir par exemple Clarke (2011), qui souligne aussi comment les Etats-Unis, dans les années 1990, sont passés de la recherche de bonnes pratiques étrangères à importer à la volonté d'exporter leurs pratiques. On peut s'interroger sur un travail de droit comparé réalisé par quatre auteurs dont aucun n'est juriste (La Porta et al., 1998).

I – 1 – LE MODELE BRITANNIQUE

Le modèle de la suprématie actionnariale s'incarne pleinement dans le régime britannique du gouvernement d'entreprise. Le Royaume-Uni a jeté les premières bases du dispositif dès les années 1960, puis n'a eu de cesse de le développer et de le raffiner durant ces trente dernières années.

Le modèle est profondément lié à la stratégie de spécialisation financière du Royaume-Uni. Pour inciter les sociétés étrangères à venir se coter sur le marché londonien, sans avoir les ressources financières des Etats-Unis, il met en valeur un avantage comparatif : la protection intransigeante des droits des actionnaires. Ce modèle est aussi promu par les fonds qui investissent dans des sociétés du monde entier : pour eux, l'harmonisation générale des règles autour de la suprématie actionnariale fait de la planète un terrain de jeu lisse où ils sont partout chez eux.

Le modèle répond aux traits suivants : les intérêts des actionnaires sont le but de la société ; le droit des sociétés et le droit financier organisent la prééminence des actionnaires dans la hiérarchie des organes sociaux ; les codes de gouvernement d'entreprise garantissent le contrôle actionnarial et les rémunérations variables, l'alignement d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ; enfin, le pouvoir des salariés est faible.

A) Le contexte historique et structurel : l'avènement récent de la suprématie actionnariale

De quand date l'adoption de la théorie de la suprématie actionnariale par le Royaume-Uni ? Le débat n'est pas neutre. Ceux qui voient cette théorie comme "naturelle" estiment qu'elle a toujours été dominante ; les autres soulignent son apparition récente.

En réalité, les principes de la suprématie actionnariale n'avaient pas cours pendant la plus grande partie du XXème siècle. Pendant la première moitié du siècle, les règles sont encore très éloignées des règles modernes sur bien des points : par exemple, il faut attendre 1929 pour que la publication annuelle du compte de résultat devienne obligatoire, et ce n'est qu'en 1948 que la révocation des administrateurs à la majorité simple des actionnaires devient la règle, alors même que l'information des actionnaires et le contrôle des dirigeants sont au cœur de la théorie actionnariale. La seconde moitié du XXème siècle, jusqu'aux années 1990, maintient un équilibre.

Le premier grand bouleversement apparaît, dans un domaine limité mais important, avec la naissance d'un nouveau droit des offres publiques d'acquisition (OPA) dans les années 1960. Alors que les OPA commencent à se développer, la City va faire ce que l'on pourrait appeler "une OPA sur le droit des OPA". La Banque d'Angleterre, sans mandat législatif, réunit les principaux acteurs de la City (Bourse de Londres, banques d'affaires, intermédiaires financiers et institutionnels), à l'exclusion des représentants des entreprises, et élabore avec eux un code de bonne conduite, le *Take-Over Code*, dont le respect sera confié à un organisme émanant pour l'essentiel de la City, le *Take-Over Panel*. La règle fondamentale qui est instaurée est celle de la prééminence actionnariale : en cas d'OPA hostile, il est fait interdiction aux dirigeants de tenter de défendre la société ; seuls les actionnaires peuvent décider du sort de l'offre, en décidant ou non d'y apporter leurs titres. Le juge est aussi complètement écarté, dans un contraste saisissant avec la situation prévalant aux Etats-Unis.

La raison qui a rendu possible cette évolution est simple. Alors que, comme aux Etats-Unis, l'actionnariat des sociétés s'est assez rapidement dispersé, au Royaume-Uni il a plus rapidement fait

l'objet d'un regroupement au sein des investisseurs institutionnels, d'abord domestiques, puis étrangers, comme le montre le tableau ci-dessous :

Structure de l'actionnariat au Royaume-Uni (%)							
	1957	1981	1998	2010	2012	2014	2016
Individus	65	28	17	11	11	12	11
Institutionnels (RU)	20	65	50	41	29	30	30
Etrangers	5	5	31	43	53	54	54
Autres	10	2	2	6	5	6	4
<i>Total institutionnels</i>							73 ⁶¹
Sources : ONS 2016 et ONS 2010 ⁶² ; pour l'année 1981 : Cheffins, 2008							

Après le succès des années 1960, l'influence des investisseurs institutionnels sur le contexte législatif et réglementaire est redevenue très significative à compter des années 1990. Structurés dans de puissantes organisations qui les représentent ou les conseillent, ils se sont associés aux autres acteurs dont ils partageaient les intérêts, comme les *proxy advisors*, pour animer le secteur, promouvoir la recherche et faire un constant travail de lobbying pro-actionnarial, dont les résultats ont été éclatants.

B) La norme fondamentale de gestion : la « valeur actionnariale éclairée »

La norme fondamentale de gestion répond à la question de savoir dans l'intérêt de qui la société doit être gérée. Pendant tout le XX^{ème} siècle, la question est demeurée ouverte au Royaume-Uni.

En 1955, un professeur de droit réputé pouvait écrire que les devoirs fiduciaires des dirigeants étaient dus au travail, au capital et à la communauté (Gower, 1955). En parallèle, une autre ligne de jurisprudence, plus pro-actionnariale, naissait dans les années 1950 et s'affirmait dans les années 1960 et 1970, tandis que des décisions ultérieures donnaient lieu à débats quant à leur interprétation. Une loi de 1985 (le *Companies Act* de 1985) semblait devoir éclaircir le sujet, en affirmant :

(1) The matters to which the directors of a company are to have regard in the performance of their functions include the interests of the company's employees in general, as well as the interests of its members.

(2) Accordingly, the duty imposed by this section on the directors is owed by them to the company (and the company alone) and is enforceable in the same way as any other fiduciary duty owed to a company by its directors" (article 309).

Ainsi, étaient cités les salariés ("*employees*") puis les actionnaires ("*members*"), étant précisé que seule la société ("*company*") pouvait se prévaloir de ces droits. La jurisprudence qui suit cette réforme, sans se fonder sur celle-ci, ouvre la porte à une appréciation nuancée du sujet, qui contient

⁶¹ Les investisseurs institutionnels comprennent une majorité d'actionnaires étrangers. En effet, en 2016, les actionnaires étrangers provenaient pour la moitié environ des Etats-Unis, pour un quart de l'Europe et pour le solde du reste du monde. Les actionnaires américains étaient presque exclusivement des institutionnels alors que ce n'était le cas que pour 60% des actions détenues par le reste du monde (32% étant détenues par la puissance publique). Il en résulte une détention d'environ 73% par les institutionnels domestiques et étrangers.

⁶² Les catégories ont été regroupées comme suit : les institutionnels comprennent les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les banques, les *investment trusts*, les *unit trusts* et les autres institutions financières ; la catégorie « autre » comprend la puissance publique, les organismes de charité et les institutions non financières.

notamment l'affirmation selon laquelle les dirigeants doivent gérer la société dans l'intérêt de la société, distinct de celui de ses actionnaires.

Cependant, en 1998 – c'est-à-dire au cœur de la montée en puissance de la théorie de la suprématie actionnariale – est lancé un projet de réforme du droit des sociétés. Celui-ci aboutit en 2006 sous la forme du *Companies Act* de 2006. Les débats sur la norme fondamentale de gestion sont édifiants en ce qu'ils semblent tenir pour acquis que le Royaume-Uni a toujours fait primer les intérêts des actionnaires.

Il en résulte un article qui affirme sans ambiguïté la prééminence actionnariale, tout en demandant aux dirigeants, dans la mesure du respect de cette prééminence, de prendre en compte aussi d'autres intérêts, comme le long terme, les salariés, les clients, l'environnement, etc. Le concept est appelé "*valeur actionnariale éclairée*". Le début du texte est le suivant :

"(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members⁶³ as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—

(a) the likely consequences of any decision in the long term,

(b) the interests of the company's employees, [etc. – la liste des intérêts poursuit l'article]"

(Section 172, soulignement ajouté).

Le texte le montre bien : les dirigeants doivent d'abord prendre les intérêts des actionnaires comme boussole sociale ; ce n'est qu'en ce qu'elle éclaire leur boussole qu'intervient la prise en compte des autres parties.

Pour donner plus de poids à cet article, il avait été prévu, à l'origine, que la société fournisse chaque année un rapport contenant des éléments détaillés quant à la façon dont cet article aurait été respecté. La loi dans sa version finale n'a pas retenu le concept, se contentant d'une demande de rapport annuel d'application dont le contenu comme le format sont laissés à l'appréciation de la société.

C) La prééminence des actionnaires dans le droit des sociétés et le droit financier

Les assemblées d'actionnaires disposent dans tous les pays de prérogatives importantes, comme les modifications des statuts, les augmentations de capital ou les fusions, le Royaume-Uni ne faisant pas exception. Mais là où ce dernier se distingue, c'est dans l'affirmation de trois règles particulières :

- Les actionnaires des sociétés cotées ont de plein droit la faculté de s'immiscer dans la gestion, s'agissant des acquisitions ou cessions d'entreprises significatives (c'est-à-dire, pour simplifier, celles qui représentent plus de 25% du poids de l'entreprise). Dans le monde, seuls l'Irlande, Hong Kong, Singapour et l'Espagne (depuis 2014) ont un tel dispositif.
- Conformément au modèle de statuts qui est joint comme modèle au *Companies Act*⁶⁴, le conseil d'administration ne dirige la société que sous réserve de stipulation contraire des statuts, qui peuvent donc réserver aux actionnaires des domaines de décision.

⁶³ Rappelons, pour éviter les faux sens, que "member" est synonyme d'actionnaire en droit anglais.

⁶⁴ Depuis la première loi sur les sociétés, en 1856, des *statuts-modèles* sont annexés à la loi et peuvent être utilisés tels quels, ce qui est fréquemment le cas.

- En toute hypothèse, l'assemblée générale a la possibilité de prendre toute décision, par voie de résolution spéciale, quand bien même celle-ci relèverait en principe du pouvoir de gestion des dirigeants. Les statuts modèles indiquent ainsi que : "*The members may, by special resolution, direct the directors to take, or refrain from taking, specified action*".

Ces règles manifestent le maintien au Royaume-Uni d'une vision purement contractuelle de la société, où les actionnaires délèguent aux dirigeants leur faculté d'agir, et qui s'oppose à la conception institutionnaliste, qui fait dépendre de la loi le pouvoir de chaque organe social.

Les droits des actionnaires, ainsi définis, sont d'autant plus importants qu'ils peuvent assez facilement, avec 5% du capital, convoquer une assemblée générale ou demander une inscription d'un point à l'ordre du jour.

Le *contrôle des dirigeants* est une autre prérogative traditionnelle des actionnaires que l'on retrouve, à des degrés divers, dans tous les pays. Le Royaume-Uni recourt aux règles qui garantissent le contrôle le plus étroit possible :

- D'une part, les administrateurs sont soumis à réélection annuelle et la révocation, entre deux assemblées, est adoptée à la majorité simple et n'a pas besoin d'être justifiée. C'est différent de nombreux pays qui prévoient des durées de mandat plus élevées (de quatre ou cinq ans) et des règles de révocation plus protectrices des dirigeants.
- D'autre part, les dirigeants sont soumis à des devoirs fiduciaires nombreux et précis qui encadrent étroitement leur activité : devoir d'utiliser leurs pouvoirs conformément à leur objet, devoir de promouvoir le succès de la société, devoir d'indépendance, devoir de diligence, devoir d'éviter les conflits d'intérêts et divers devoirs liés à l'honnêteté du dirigeant (devoirs de déclarer et d'éviter les conflits d'intérêts et devoir de refuser les avantages personnels donnés par un tiers en raison de ses fonctions de dirigeant). Parmi eux, le devoir de diligence, qui s'applique à tous les actes du dirigeant, est d'une particulière exigence, car il impose au dirigeant un double standard de conduite, à la fois subjectif et objectif - le dirigeant doit être compétent (comparé à d'autres dirigeants similaires), mais s'il est exceptionnellement compétent, il ne doit jamais se laisser aller à être moins compétent que d'habitude. Enfin, contrairement aux Etats-Unis, ces devoirs ne peuvent pas être atténués dans les statuts.

Le contrôle judiciaire du bon respect de ces devoirs ne donne pas lieu à une jurisprudence abondante. La société britannique est sur ce point moins contentieuse que la société américaine. Pourtant, depuis le *Companies Act* de 2006, les actions sociales ("*derivative actions*") - c'est-à-dire les actions intentées par un actionnaire au nom de la société et dont l'objet est la condamnation d'un des dirigeants sociaux – ont vu leur régime simplifié et leur mise en œuvre facilitée.

Enfin, la situation dans laquelle la prééminence actionnariale se manifeste le plus nettement est celui des offres publiques d'acquisitions (OPA), qui sont des opérations relativement rares mais hautement symboliques. En particulier, en cas d'offre hostile⁶⁵, le conflit entre acquéreurs potentiels et entreprise rétive illustre parfaitement la différence entre la vision actionnariale de l'entreprise et la vision managériale ou pluraliste. Le droit britannique a mis au point un système donnant un pouvoir absolu aux actionnaires, qui repose sur deux piliers :

- D'une part, les sociétés ont interdiction de se défendre. Les dirigeants sont tenus à un "devoir de neutralité", qu'il faut entendre comme un "devoir de passivité" : ils ne doivent mener aucune action qui pourrait conduire à l'échec de l'offre. Il n'existe que deux exceptions, qui

⁶⁵ Une offre est considérée comme "hostile" quand elle n'a pas été sollicitée par les dirigeants de la cible et n'est pas approuvée par son conseil d'administration.

n'en sont pas vraiment : d'une part, une défense peut être adoptée si elle est approuvée par l'assemblée des actionnaires – ce qui est illusoire, les actions étant rachetées en début d'offre par les *hedge funds* qui spéculent sur la réussite de l'offre⁶⁶ ; d'autre part, les dirigeants peuvent rechercher un "chevalier blanc", acheteur de substitution prêt à payer plus cher que l'auteur de l'offre hostile (ce qui est donc avantageux pour les actionnaires).

- D'autre part, la procédure d'OPA est totalement encadrée par le *Take-Over Panel*, à l'exclusion quasiment de tout contrôle judiciaire. Or le *Take-Over Panel* est l'incarnation même de la City, dont les revenus dépendent de la perpétuation du modèle pro-actionnarial. Pour illustrer le point, notons que sur 36 membres du *Panel*, 26 sont cooptés par le Panel lui-même, 9 sont désignés par des institutions de la City et un membre est désigné par le patronat ; un rapide examen de la composition du sous-comité en charge des révisions du code montre qu'il est composé exclusivement de financiers et d'avocats d'affaires. Le directeur général est en général détaché par une banque d'affaires et une partie importante des employés sont aussi détachés des firmes de la City.

Le système a été critiqué à la suite de l'offre réussie de Kraft sur Cadbury, en 2009, en raison de violations patentes par Kraft d'engagements de maintien de site pris pendant l'offre. Il en est résulté une obligation pour les auteurs d'offre de respecter leurs engagements pendant au moins un an. En revanche, aucune des règles ci-dessus n'a été modifiée.

D) L'impact des institutionnels : codes, administrateurs indépendants et rémunérations variables

A partir des années 1990, les investisseurs institutionnels ont développé les codes de gouvernance et ont fait un usage accru de leurs droits de vote – en conjonction avec les "proxy advisors" – pour faire prévaloir leur point de vue, notamment en matières de présence d'administrateurs indépendants et d'alignement de la rémunération des dirigeants sur la performance financière.

Les codes de gouvernement d'entreprise ont ainsi constitué un outil de transformation profonde du mode de direction des grandes entreprises britanniques. L'exemple qu'ils ont donné a été suivi dans le monde entier. Ils sont caractérisés par trois traits : leur mode d'élaboration non étatique, leur flexibilité et leur aptitude à être en pratique respectés bien que leur force obligatoire soit faible. Mais, sur le fond, ils se singularisent par l'utilisation d'un unique postulat : l'essentiel des problèmes de gouvernance tient à la faiblesse du contrôle, direct ou indirect, des actionnaires sur les dirigeants.

Si leur création a été promue par une série de rapports (rapports Cadbury, Greenbury, Hampel, etc.), les codes relèvent aujourd'hui de deux institutions : la bourse, d'une part, dont les règles imposent aux principales sociétés cotées le principe du « *comply or explain* » (à savoir, « appliquer ou s'expliquer »⁶⁷), et, d'autre part, le régulateur financier (la *Financial Conduct Authority*, dont le conseil

⁶⁶ Donnons un exemple : soit une OPA lancée au prix de 120 euros par action sur une société qui cotait, avant l'offre, 100 euros. Le cours va s'ajuster autour de 119 euros pendant la période d'offre. Les *hedge funds* arbitragistes vont massivement acheter les actions à 119 euros pour les apporter à l'offre au prix de 120 euros. Si l'offre réussit, ils font un petit gain ; si elle échoue, ils font une perte importante (le cours post-échec revenant aux alentours de 100 euros). Ils vont donc toujours s'opposer à toute défense montée par la société qui pourrait faire échouer l'offre.

⁶⁷ La société qui ne respecte pas le code doit en faire la confession publique dans son rapport annuel et s'en justifier.

d'administration reflète les intérêts de la City) qui élabore les codes et en vérifie le suivi par les sociétés.

Au cœur du code de gouvernement d'entreprise se trouve la figure de "l'administrateur indépendant". Sa mission spécifique est moins d'administrer la société que de *surveiller* l'action des dirigeants au nom des actionnaires. Quant à sa qualification d'"indépendant", elle tient à son absence de lien avec la société⁶⁸. Il n'est en revanche pas "indépendant" à l'égard des actionnaires qui l'ont élu ni des agences de conseil en vote qui l'ont soutenu et à qui il doit plaire pour être réélu. Il incarne, au sein du conseil, l'œil de l'actionnaire.

Au fil des versions successives des codes, les exigences ont augmenté⁶⁹. C'est ainsi que, désormais, les plus grandes sociétés doivent être administrées, en majorité, par des administrateurs indépendants. Le conseil doit en effet comprendre : un président du conseil indépendant, au moins une moitié d'administrateurs indépendants (en plus du président), un comité d'audit et un comité des rémunérations (article 32) composés uniquement d'administrateurs indépendants, et un comité des nominations composé en majorité d'indépendants. Au surplus, un administrateur indépendant doit être élu par ses pairs pour contrôler l'action du président (indépendant).

Ainsi, bien composé et solidement structuré, le conseil (majoritairement indépendant) peut-il recevoir des attributions supplémentaires, dont les deux qui suivent :

- Le président du conseil doit régulièrement consulter les principaux actionnaires en matière de stratégie et doit avoir une compréhension claire de leur vision.
- Si une résolution proposée par le conseil n'a pas reçu en assemblée une approbation supérieure à 80% (même si la majorité requise est de 50% + une voix), le conseil doit lancer une action pour comprendre les raisons de ce faible résultat et en rendre compte dans les six mois, puis à la prochaine assemblée, où les mesures prises en conséquence de ce processus doivent être annoncées.

Pour s'assurer du bon fonctionnement du mécanisme, introduit en 2017, le Gouvernement a demandé à l'Investment Association, qui représente les gestionnaires d'actifs, de créer un registre public des décisions ainsi contestées, ce qu'elle a fait.

En résumé, les règles du code de gouvernement d'entreprise produisent un bouleversement de la façon dont les sociétés sont gérées. Les administrateurs indépendants et le président du conseil ont pour mission de représenter les actionnaires au plus haut niveau de l'entreprise et de contrôler étroitement la nomination, la rémunération et l'action de ceux qui dirigent l'entreprise au quotidien.

La question qui se pose est celle de l'utilité de ce dispositif. Les études empiriques ne sont pas concluantes sur ce point et de nombreuses critiques sont désormais émises ; certains se demandent même si leur focalisation excessive sur la satisfaction des demandes des actionnaires n'a pas contribué

⁶⁸ En outre, si la société a un actionnaire de contrôle, il est écarté du vote sur les actionnaires indépendants, dans une tentative de faire en sorte que l'actionnaire de contrôle ... ne contrôle pas la société ! Mais la règle ne va pas au bout de sa logique et l'actionnaire de contrôle peut organiser un second vote au cours duquel il pourra participer à la désignation des administrateurs indépendants.

⁶⁹ Il convient de noter que les règles se sont nettement renforcées au cours du temps. Par exemple, la version de 1998 du code ne comprenait qu'un tiers d'administrateurs non exécutifs, dont la moitié au moins devaient être indépendants : la proportion minimum d'administrateurs indépendants est ainsi passée d'un sixième à plus de la moitié (en comptant le président). De la même façon, à l'origine, seule la majorité du comité d'audit devait être composée d'« indépendants », et non la totalité. Enfin, aucune des attributions supplémentaires décrites ci-dessus n'existait ; elles ont été introduites à la suite du Rapport Higgs de 2003.

à aggraver la crise de 2008. En outre, pour contrôler des grandes sociétés, les administrateurs travaillent peu – de l'ordre de deux ou trois jours par mois au mieux. Les critiques sont bien résumées dans les propos suivants, cités par le président de la Cour Suprême du Delaware, Leo Strine (Strine, 2017) :

"Boards are now overloaded with directors with zero ties to the company, financial or personal. They are not just disinterested. They are uninterested. They have no skin in the game at all. They didn't participate in building the enterprise. They don't know the key employees. They have no relationship with the history or story of the company. They are robotic in fearing personal embarrassment".

Une remarque s'impose, enfin, sur le sens profond de la révolution des administrateurs indépendants. Auparavant, le conseil était considéré comme un organe unitaire d'administration de la société. Les indépendants ont brisé cette unité : désormais, certains administrateurs « administrent » effectivement la société quand d'autres se focalisent sur des questions de surveillance. Si c'est bien la logique souhaitée, pourquoi ne pas aller jusqu'au bout et introduire dans le droit britannique les sociétés à structure dualiste, à conseil de surveillance et directoire ?

A côté des codes de gouvernance, une autre pratique s'est développée : celle des rémunérations variables des dirigeants exécutifs. Les rapports de gouvernement d'entreprise y ont poussé et les codes de gouvernement d'entreprise le demandent. Il s'agit "d'aligner" les rémunérations des dirigeants avec les performances financières des entreprises. Le projet a été pris en charge par les administrateurs indépendants, qui composent la totalité du comité des rémunérations, et par les actionnaires, qui ont obtenu en 2002 un droit historiquement nouveau et symboliquement très fort : celui de se prononcer sur la rémunération des dirigeants.

La politique a été un succès : en 2017, le salaire de base représentait 16 % seulement de la rémunération des directeurs généraux du FTSE 100, le bonus annuel 22% et la rémunération de long-terme (LTIP), fondée sur l'attribution d'actions, 56%.

Cependant, le mécanisme a révélé des effets pervers.

L'alignement des rémunérations sur les cours de bourse peut inciter les dirigeants à développer une politique court-termiste de soutien des cours, via par exemple les rachats d'actions sur le marché ou la hausse des dividendes. De même, les rémunérations en actions de performance et en stock-options incitent les dirigeants à favoriser par principe le succès des OPA, car leur rémunération devient due par anticipation en cas de changement de contrôle. Ces politiques de rémunération peuvent conduire à une incitation disproportionnée à la prise de risque. Dans tous les cas, la conjonction de la transparence et des rémunérations variables a conduit à une hausse spectaculaire des rémunérations des dirigeants.

En outre, l'efficacité du dispositif pour les actionnaires fait l'objet de débats. Il est aujourd'hui critiqué non seulement par la société, mais aussi, en partie, par les investisseurs institutionnels, qui en perçoivent les défauts mais ne savent comment faire pour les corriger.

Enfin, plus fondamentalement, on peut se demander pourquoi il convient de verser des bonus aux dirigeants d'entreprise. Certes, leur poste est exigeant. Mais travaillaient-ils moins ou moins bien avant les années 1990 ? En outre, d'autres fonctions sont aussi exigeantes : donne-t-on pour autant un bonus au Ministre de l'Economie en fonction de la croissance du PIB, ou au chirurgien en fonction du taux de survie du patient ? La limite du procédé est évidente.

La question de la rémunération des dirigeants reste donc sans réponse convaincante dans la théorie de la suprématie actionnariale.

Il reste à examiner un dernier aspect de la politique des investisseurs institutionnels : la discipline interne. En effet, le pouvoir des institutionnels dépend de leur mobilisation. C'est parce qu'ils expriment, par le vote et par la vente, leur mécontentement éventuel, qu'ils font respecter les principes qu'ils édictent.

L'instrument de la mobilisation a donc été la création d'un nouveau code à destination des investisseurs : le *Stewardship Code*. Il demande aux investisseurs institutionnels d'établir et de publier une politique de vote, de voter avec toutes leurs actions, « *sans soutenir automatiquement le conseil* » et de rendre compte périodiquement de leurs votes. Les signataires doivent en outre s'engager à participer aux actions collectives. Le Code, qui a été imité à l'étranger, est en cours de révision pour inclure quelques éléments de "responsabilité sociale des entreprises" (RSE) dans son langage.

E) La faiblesse du pouvoir des salariés

Dernier trait du système britannique : la faiblesse du pouvoir des salariés dans le cadre du gouvernement des entreprises. Le taux de syndicalisation est historiquement bas (10%), ce qui est particulièrement préoccupant dans un pays qui ne connaît pas le système des comités d'entreprise.

Notons que le gouvernement actuel avait annoncé en 2017 vouloir introduire la présence d'administrateurs salariés. Le dispositif retenu *in fine* a été beaucoup moins ambitieux, puisque, par exemple, les sociétés peuvent se contenter de désigner un administrateur (élu par les actionnaires) comme référent pour les salariés. Cependant, la question reste d'actualité dès lors que le premier syndicat, le Trade Union Congress, demande que toutes les entreprises de plus de 250 salariés aient au moins un tiers de représentants salariés au conseil.

I - 2 - LA DIFFUSION DU MODELE ACTIONNARIAL

Le modèle de la suprématie actionnariale ne s'est pas diffusé tout seul. Les représentants des investisseurs institutionnels se sont mobilisés et ont obtenu des soutiens puissants, notamment de la part de l'OCDE et de la Commission européenne. C'est ainsi que les codes de gouvernement d'entreprise, les administrateurs indépendants et le "say on pay", notamment, se sont développés. En parallèle, des évolutions législatives convergentes ont eu lieu qui, si elles ne constituent pas un phénomène nouveau, ont été particulièrement marquées dans les années 1990 à 2010.

En parallèle de la diffusion de ces nouvelles règles, de nouveaux acteurs ont émergé. D'une part, les agences de conseil en vote (les "proxy advisors") se sont développées et ont fourni une assistance intellectuelle et matérielle décisive au processus de dissémination. D'autre part, les actionnaires "activistes" multiplient leurs interventions, en bénéficiant pleinement des réformes effectuées jusque-là.

A) La diffusion des règles nouvelles

1) La diffusion des codes de gouvernement d'entreprise et le rôle de l'OCDE

L'extension du modèle de la suprématie actionnariale s'est d'abord faite par la diffusion généralisée

des codes de gouvernement d'entreprises et du principe « appliquer ou s'expliquer » qui lui est propre. Chronologiquement, la dissémination a commencé par l'Europe et les pays du Commonwealth dans les années 1990. Puis, avec la crise affectant l'Asie, la Russie et le Brésil, l'OCDE s'est saisie du sujet et en a fait la promotion active, notamment en adoptant en 1999 ses « Principes de gouvernement d'entreprise », ce qui a donné à ces codes une dimension mondiale. Le bilan est net : une étude de l'OCDE montre que sur 47 pays examinés, tous y ont recours sauf quatre : les Etats-Unis, l'Inde, la Chine et Israël.

Par ailleurs, après l'adoption, au Royaume-Uni, d'un "stewardship code", les investisseurs se sont aussi dotés de codes qui les concernent. Plus de 20 pays s'en sont dotés, et ce même s'ils sont loin d'obtenir des succès dans le rôle de promoteur des intérêts de long terme qu'ils affirment assumer.

L'action de l'OCDE a longtemps été essentiellement pro-actionnariale. Ses « Principes de gouvernance d'entreprise » affirment depuis l'origine que les administrateurs ont pour obligation de *"servir au mieux les intérêts des actionnaires"* ; ce n'est que dans un second temps que, mettant en miroir "shareholders" et "stakeholders", l'OCDE précise la nécessité de prendre en compte les intérêts des autres parties prenantes. Les « Principes » de 2015 indiquent ainsi : *« Il convient de permettre le développement des mécanismes de participation des salariés », en précisant « [o]n peut citer, entre autres exemples de mécanismes de participation des salariés : la représentation des salariés au conseil d'administration et des dispositifs de gouvernance tels que les comités d'entreprise, permettant de prendre en considération le point de vue des salariés pour certaines décisions importantes »* (OCDE, 2015, p.40). Cependant, les vrais progrès impulsés par l'OCDE concernent surtout les demandes pro-actionnariales.

2) [La diffusion des principes : administrateurs indépendants, rémunérations variables et autres droits des actionnaires](#)

Les thèmes phares des codes et des Principes de l'OCDE ont été largement repris, et notamment les administrateurs indépendants. On peut dire aujourd'hui que la présence d'administrateurs indépendants est devenue la norme presque partout. Notons qu'aux Etats-Unis, où aucun code n'a été adopté, c'est la loi "SOX" de 2003⁷⁰ couplée à l'action des grandes bourses, qui a imposé la présence d'administrateurs indépendants, en suivant cependant des critères moins stricts qu'au Royaume-Uni⁷¹ et sans mettre en place l'ensemble du dispositif prévu par le code de gouvernement d'entreprise britannique sur les pouvoirs et devoirs particuliers des administrateurs indépendants.

Si quelques pays, comme l'Allemagne ou le Japon, ne donnent qu'un rôle limité aux administrateurs indépendants, la plupart des autres pays prévoient des conseils dont ils doivent constituer le tiers, la moitié ou la majorité et ce, quel que soit le modèle auquel se rattache le pays. Le succès est identique pour les commissions composées au sein des conseils, qu'il s'agisse du comité d'audit, du comité des rémunérations ou du comité des nominations : dans tous les pays, sauf l'Allemagne et la Norvège, ils

⁷⁰ Dans la foulée de la loi "SOX" (cf. II ci-dessous sur le modèle managérial), les grandes bourses américaines ont imposé des exigences élevées en matière d'indépendance des administrateurs. Auparavant, les sociétés cotées américaines avaient classiquement recours à des administrateurs "externes" (ou "non exécutifs"), n'ayant pas de fonctions dirigeantes au sein de la société, et dont une certaine indépendance était exigée, mais ne recouraient pas à une formalisation détaillée de la notion d'administrateur "indépendant".

⁷¹ Par exemple, un représentant d'un actionnaire significatif, un administrateur depuis plus de neuf ans ou un administrateur en situation de "cross-directorship" n'est pas automatiquement exclu de la définition (NYSE Listing Rules, section 303).

comprennent entre 50% et 100% d'indépendants. Ainsi, bien que les études soient particulièrement réservées sur l'utilité des administrateurs indépendants, leur présence est désormais quasi-généralisée.

Le "say on pay" est un autre succès de la théorie de la suprématie actionnariale. Figurant parmi les recommandations des codes et dans les "Principes de l'OCDE"⁷², il est maintenant d'application quasi-généralisée dans les pays de l'OCDE sous le double mode de l'approbation *a priori* de la politique de rémunération et de l'approbation *a posteriori* des rémunérations versées ; désormais, une directive européenne de 2017 le rend même obligatoire dans toute l'Union européenne. Des variantes demeurent, selon que la source de l'obligation est la loi ou un code de gouvernement d'entreprise, et en fonction des effets, obligatoires ou non, attachés au vote. Ces variations demeurent mineures si on les compare avec la révolution historique consistant à placer la rémunération des dirigeants des grandes entreprises entre les mains des actionnaires – et non du conseil d'administration ou de surveillance (OCDE, 2011b). L'exemple de l'Australie montre bien comment cette règle peut devenir un moyen de contrôle accru sur les dirigeants : dans ce pays, si le rapport sur la rémunération des dirigeants est rejeté par plus de 25% des votes pendant deux années consécutives, les actionnaires peuvent décider de forcer les administrateurs en fonction à se représenter aux suffrages des actionnaires.⁷³ Ainsi, bien que les études académiques soient réservées sur l'utilité du "say on pay", son succès planétaire est manifeste.

D'autres succès ont été obtenus par le mouvement suprématiste. Ainsi, la durée des mandats des administrateurs a tendance à se raccourcir, étant précisé qu'un mandat court – idéalement, d'un an – permet à l'actionnaire de maintenir une pression maximale sur l'administrateur. De même, la tendance est de donner à des actionnaires représentant une fraction du capital de plus en plus petite la possibilité de convoquer une assemblée générale d'actionnaires ou d'y ajouter un point à l'ordre du jour ; si cela peut être légitime dans certains cas, c'est aussi une façon de faciliter grandement la tâche des activistes.

3) [La diffusion via la Commission européenne](#)

A compter des années 1990, la Commission européenne a joué un rôle important dans la diffusion de l'idéologie de la suprématie actionnariale. Cela a constitué un changement, puisqu'elle était jusque dans les années 1970 porteuse d'une vision pluraliste de l'entreprise, dont témoigne le projet de 5^e directive, qui proposait de faire de la codétermination le socle commun des entreprises européennes. Le fondement de son raisonnement était qu'une bonne gouvernance supposait une intervention plus active des actionnaires et que la mobilité du capital, souhaitable en soi, selon elle, justifiait de faciliter les offres publiques d'acquisition.

Parmi les mesures adoptées dans les années 2000 à l'initiative de la Commission, on peut notamment relever :

- Deux recommandations : la première sur le "say on pay" (2004), qui sera corrigée après la crise pour prendre en compte la viabilité à long terme de l'entreprise, et la seconde sur les administrateurs indépendants (2005).

⁷² Pour les recommandations sur les "*related party transactions*", voir OECD 2017, World Bank 2018 et Puchniak et Varrotil (2018).

⁷³ "Two-strikes rule" introduite en 2011 dans le Corporations Act.

- Deux tentatives avortées, l'une sur la suppression en Europe des "Control Enhancing Mechanisms" (CEM), qui était demandée par la City, et l'autre sur la suppression des défenses des sociétés en cas d'OPA hostile (échec de la première version de la Directive OPA). La présence de droits minimaux pour les salariés en cas d'OPA, prévue dans la version finalement adoptée de la Directive OPA, a été obtenue par le Parlement européen contre l'avis de la Commission.
- Deux directives dites "droit des actionnaires", de 2007 et 2018, qui prévoyaient notamment de faciliter le vote des actionnaires étrangers, de rendre plus aisée la convocation des assemblées par un actionnaire (en fixant un seuil de 5% du capital à partir duquel ce droit ne pouvait être refusé) et d'instaurer un "say on pay" obligatoire. La prise de contrôle des sociétés au moyen de sollicitations publiques de mandats ("proxy fights") a aussi été rendue plus facile.

B) L'émergence de nouveaux acteurs : les agences de conseil en vote (« proxy advisors »)

Les agences de conseil en vote fournissent aux investisseurs institutionnels, qui les rémunèrent, un service de conseil simple mais essentiel : comment voter sur chaque résolution de chaque assemblée de chaque société cotée. Cela correspond à un besoin : analyser les résolutions coûte cher et les institutionnels, notamment les plus petits, n'en ont ni le goût ni les capacités ; même Blackrock, le plus grand gestionnaire d'actifs au monde, n'emploie que 20 personnes pour voter dans 15.000 assemblées d'actionnaires. Or ce service est d'autant plus nécessaire que tant les lois que les *stewardship codes* font obligation aux institutionnels d'afficher une politique de vote et d'en rendre compte annuellement.

Les deux principaux acteurs sont américains : il s'agit d'Institutional Shareholder Services (ISS) et de Glass Lewis ; il existe aussi, sur chaque marché, des acteurs locaux, mais leur influence est moindre. Aux Etats-Unis, les deux agences précitées conseillaient respectivement 90% et 50% des plus grands investisseurs institutionnels. En France, plus de 60% des investisseurs institutionnels y ont recours. Leur poids dans le vote des assemblées est très significatif, étant estimé entre 10% et 30%. En matière de "say on pay", le taux de suivi des recommandations est de 62% (pour ISS) et de 31% (pour Glass Lewis). Il est donc dangereux pour les dirigeants de s'opposer aux *proxy advisors*, ce dont il résulte une auto-censure des sociétés peu visible mais bien réelle. L'impact des agences de vote est donc très significatif, ce qui a pu faire dire d'ISS qu'elle était « *l'institution la plus puissante dont vous n'avez jamais entendu parler* »⁷⁴.

Les sociétés cotées ne sont pas satisfaites de cette situation, reprochant aux conseils en vote, en substance, d'embaucher pendant la saison des votes (de mai à juin environ) du personnel temporaire peu qualifié qui ne leur permet pas d'avoir d'interlocuteur crédible quand ils veulent défendre l'intérêt d'une résolution à laquelle le *proxy advisor* s'oppose. En conséquence, la dernière version de la directive "droit des actionnaires" (2017/828) a légèrement réglementé l'activité de ces agences en leur demandant, pour l'essentiel, d'essayer de faire plus de "sur mesure".

Notons enfin que si les *proxy advisors* défendent l'intérêt des actionnaires, ils ne s'en prononcent pas moins sur les résolutions soumises, en général, par certains actionnaires au nom de l'intérêt général – comme celles qui portent sur la lutte contre le réchauffement climatique ou la réduction des inégalités hommes/femmes. L'analyse de leur grille de lecture montre cependant une grande réticence à admettre que de telles résolutions puissent être adoptées. Par exemple, ISS propose une grille de lecture permettant aux sociétés de faire valoir de multiples arguments s'opposant à la résolution ; en

⁷⁴ « *the most powerful business institution you've never heard of* » (Lynn Stout, "To Increase Investment, Change the Definition of 'Shareholder Value'", New York Times, 15 avril 2015)

particulier, elles peuvent arguer du fait qu'elles ne font pas pire que les sociétés qui leur sont comparables (leurs « pairs »). Ce dernier argument n'est bien sûr pas recevable pour les résolutions visant à renforcer les droits des actionnaires.

Conclusion sur le modèle actionnarial

Le modèle britannique présente une grande cohérence : depuis les années 1990-2000, le droit financier et le droit des sociétés y donnent la primauté à l'actionnaire ; il a le soutien de la City, qui tient une place centrale dans l'économie ; le régulateur boursier (*la Financial Conduct Authority*), qui gère les codes de gouvernance, le *Take-Over Panel*, qui supervise les offres publiques d'acquisition, et les investisseurs institutionnels travaillent sans cesse à son perfectionnement, dans le but d'attirer les capitaux du monde entier, de les gérer et de fournir à leurs détenteurs les services juridiques, fiscaux et financiers qu'ils demandent.

Les défauts du système britannique, notamment en matière de court-termisme, ont bien été décrits dans un rapport rédigé par John Kay (Kay, 2012) à la demande du gouvernement britannique. Le rapport n'a pas provoqué de remise en cause fondamentale. Il a essentiellement conduit à une réflexion sur la possibilité pour les gérants de fonds de prendre en compte les problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sans manquer à leurs devoirs fiduciaires ainsi que sur le renforcement du *Stewardship Code*.

Le Royaume-Uni, conscient des limites de son modèle, cherche donc à en préserver l'essentiel (la suprématie actionnariale) tout en le faisant évoluer vers une meilleure prise en compte de l'ESG, qui s'appuie sur le *Stewardship Code* comme moyen de mobilisation des investisseurs institutionnels. L'idée est de répliquer auprès des investisseurs un modèle qui a montré son efficacité avec les entreprises, celui des *Corporate Governance Codes*. Cependant, si les entreprises ont accepté de suivre les recommandations de ces derniers, ce n'est pas qu'elles y étaient favorables (elles y étaient en général opposées), mais parce qu'elles y ont été contraintes par les investisseurs institutionnels. Or, précisément, dans le nouveau modèle britannique, aucune force comparable ni aucun système complet et cohérent de règles ne viennent contraindre les investisseurs institutionnels à respecter les *Stewardship Codes*. Il en résulte un système qui peine à transformer leurs comportements.

Alors même que le modèle suscite des interrogations au Royaume-Uni, il s'est répandu dans le monde entier, sous l'impulsion des investisseurs institutionnels et des agences de conseil en vote, avec l'aide de l'OCDE et le soutien de la Commission européenne. En conséquence, les codes de gouvernement d'entreprise, les administrateurs indépendants et les rémunérations variables sont devenus la norme, pendant que de nombreuses réformes législatives ont partout renforcé les droits des actionnaires. Les systèmes juridiques ne s'en sont pas tous trouvés complètement transformés, mais ils intègrent tous certains éléments structurants de la théorie de la suprématie actionnariale.

II - LE MODELE MANAGERIAL : LES ETATS-UNIS

Le modèle américain⁷⁵ ressemble à celui du Royaume-Uni en ce qu'il se caractérise par un actionnariat dispersé et par l'importance de son taux de financiarisation.

Cependant, à l'inverse du Royaume-Uni, le système juridique américain traditionnel consacre une prééminence des dirigeants⁷⁶ sur les actionnaires, dans un modèle managérial qui vient briser l'unité supposée du « capitalisme anglo-saxon ».

C'est ainsi que le XXème siècle pouvait s'ouvrir sur l'affirmation suivante :

"Great corporations exist only because they are created and safeguarded by our institutions; and it is therefore our right and our duty to see that they work in harmony with those institutions".

—Theodore Roosevelt, First Annual Message to Congress, 1901

et qu'un ouvrage pouvait clore le siècle avec le titre : *"Strong managers, weak owners"* (Roe, 1994).

Certes, le modèle américain, né de circonstances particulières mais bien établi depuis la Seconde Guerre mondiale, s'est en partie érodé sous l'effet de l'expansion de l'idéologie actionnariale. Il n'en conserve pas moins des traits spécifiques marquants concentrés autour de la préservation de l'autonomie des dirigeants, de l'importance de leurs pouvoirs et de la faiblesse des salariés. L'autonomie des dirigeants fait l'objet de limites, certaines plus anciennes, comme les rémunérations variables et les actions collectives en justice, d'autres plus récentes, comme l'activisme. En dépit de ces attaques, le système américain demeure encore le plus "manager-centric" de tous les modèles.

A) Naissance et dynamique du modèle managérial

D'un point de vue historique, le modèle managérial américain, qui est singulier par la cohérence de sa vision et les résultats auxquels il est associé au XXème siècle, pose trois questions de fond :

- *Pourquoi le capitalisme américain n'est-il pas resté familial ?* John Moody, le fondateur de l'agence de notation éponyme, décrivait en 1904 que la concentration des entreprises conduirait inéluctablement les Etats-Unis à voir l'émergence d'une entreprise unique dominante, contrôlée par la famille Rockefeller, et d'une banque d'affaire unique, détenue par J.P. Morgan.

En réalité, les grandes familles ont fait appel aux capitaux, notamment étrangers, pour financer leur croissance interne et externe. Les banques d'affaires ont réussi à les persuader qu'elles pourraient à la fois devenir minoritaires et conserver le contrôle de fait, en siégeant dans les conseils d'administration. Elles ont donc vendu leurs blocs de contrôle et leur présence dans les conseils s'est graduellement effacée. Rappelons qu'elles n'avaient pas, à la différence de certaines de leurs homologues européennes, la possibilité d'utiliser des actions à droits de vote multiples

⁷⁵ Sauf indication contraire, toutes les références au droit « américain » visent le droit fédéral des Etats-Unis et, en matière de droit des sociétés, le droit du Delaware.

⁷⁶ Techniquement, et sauf indication contraire, la référence aux "dirigeants" vise, dans cette partie, les administrateurs, ce qui inclut les dirigeants comme le CEO, le directeur financier ou le directeur des opérations quand ils sont aussi administrateurs.

ou des actions sans droits de vote, pour conserver le pouvoir⁷⁷. Les petits actionnaires, rassurés par une législation fédérale protectrice datant de 1933 et 1934, qui créait notamment le délit d'initié, ont pu souscrire sans crainte d'être spoliés ; notons toutefois que ce dernier facteur n'est que de second ordre, le mouvement de cession des familles ayant commencé auparavant.

- *Quand l'actionnariat a cessé d'être familial, pourquoi le modèle managérial s'est-il imposé ?* Le modèle managérial, intellectuellement dominant (avec des personnalités comme Merrick Dodd, Adolphe Berle et John Kenneth Galbraith), a bénéficié de la faiblesse des investisseurs institutionnels, qui se sont développés bien moins vite qu'au Royaume-Uni, ne faisant jeu égal avec les actionnaires individuels qu'à la fin des années 1990. Bridés par une réglementation restrictive, sans espace normatif pour développer une auto-réglementation à l'anglaise, loin des centres de décision, les investisseurs institutionnels n'ont pas pu imposer leurs vues au législateur.

Ainsi, la grande révision du droit des sociétés intervenue dans le Delaware en 1967 a-t-il renforcé la position des dirigeants. De même, la création d'un droit fédéral des offres publiques d'achat en 1968 (le *Williams Act*), préparé par des auditions parlementaires où les investisseurs institutionnels n'ont pas été invités, n'a pas interdit les défenses anti-OPA (comme le droit anglais de la même époque) et a plutôt compliqué la tâche des initiateurs d'offres.

- *Enfin, pourquoi le modèle actionnarial, puissant aux Etats-Unis depuis 30 ans, ne s'est-il pas définitivement imposé ?* Le modèle actionnarial a connu de nombreux succès, mais la résistance opposée à chaque étape par les sociétés, les juges et les états fédérés a permis la préservation de prérogatives essentielles.

Ainsi, la première vague d'OPA, dans les années 1980, a vu à la fois l'émergence de nouvelles techniques de défense des sociétés (les *poison pills*), d'une jurisprudence relativement protectrice et de règles étatiques favorables (les *constituency statutes*). Le mouvement actionnarial a ensuite réussi à imposer les rémunérations variables, dans les années 1990, les administrateurs indépendants (en 2002 et 2003) et le *say on pay* (en 2010). En revanche, la résistance judiciaire des organisations patronales a permis d'obtenir en 2011 l'annulation d'une réglementation de la SEC qui aurait facilité la possibilité pour un actionnaire de faire envoyer par la société à tous les actionnaires une candidature aux fonctions d'administrateurs ("*proxy access*") ; les actionnaires institutionnels ont alors commencé une campagne, qui a eu un certain succès, pour faire insérer dans les statuts des sociétés un droit au *proxy access* que le juge leur avait refusé.

B) Le principe d'autonomie de décision des dirigeants

Au cœur de la bataille au long cours entre actionnaires et dirigeants se trouve le principe d'autonomie d'action des dirigeants. Plus les actionnaires vont développer leurs prérogatives, plus les dirigeants vont sanctuariser leur liberté de gestion, qui va devenir une des valeurs cardinales du modèle managérial américain, comme le résume la formule suivante :

⁷⁷ Si ces types d'actions n'avaient pas été prohibées par la bourse (le NYSE) en 1926, les familles auraient pu se réserver les actions à droits de vote multiples ou n'émettre au profit des tiers que des actions sans droits de vote, ce qui leur aurait permis d'avoir le contrôle (les droits de vote) sans le capital. Les structures pyramidales, qui ont des effets similaires à ces actions, ont aussi été éliminées dans les années 1930 par le jeu d'une fiscalité particulièrement défavorable.

"Directors are not thermometers, existing to register the ever-changing sentiments of stockholders. ... [D]irectors may take good faith actions that they believe will benefit stockholders, even if they realize that the stockholders do not agree with them." (Vice Chancellor Strine)⁷⁸

Ce principe d'autonomie se fonde d'abord sur les principes suivants :

- La règle qui confie le pouvoir de direction aux dirigeants, ou "norme d'autorité", n'a rien d'original dans sa rédaction, qui est la suivante : *"The management of the business and the conduct of the affairs of the corporation shall be vested in Board of Directors"* (article 141(a) DGCL). Pourtant, elle est sacralisée par la jurisprudence et sert à repousser les tentatives d'immixtion des actionnaires dans la gestion. Constituant *"the bedrock principle of Delaware corporate law"*⁷⁹, cette norme est interprétée comme un principe rigoureux de séparation légale des pouvoirs et comme une obligation pour les dirigeants d'exercer ces pouvoirs. En conséquence, ni les dirigeants, ni les actionnaires, ne peuvent l'écarter.
- Les principes en vertu desquels une société doit être dirigée, ou "norme de gestion", font l'objet de débats. La jurisprudence du Delaware a pu, selon les décisions, donner comme guide d'action l'intérêt de la société ou celui de ses actionnaires. Le *Model Business Corporation Act* (MBCA), un modèle de loi sur les sociétés proposé aux états par le barreau américain (l'*American Bar Association*) propose de choisir l'intérêt de la société comme guide d'action. Une trentaine d'Etats a adopté des *"constituency statutes"*, à savoir des lois qui autorisent ou imposent aux dirigeants de prendre en considération dans leurs décisions soit l'intérêt social, soit certaines parties prenantes (*"constituencies"*), soit les deux. En définitive, la "norme de gestion", théoriquement importante, ne suscite que peu de débats aux Etats-Unis, en raison de la force de la "norme d'autorité" et de la protection dont elle jouit grâce à la *"business judgment rule"* (présentée ci-dessous). Le dirigeant étant protégé dans sa latitude d'action, aller vérifier ses motivations paraît de peu d'intérêt en pratique.
- La norme de responsabilité est particulièrement protectrice des dirigeants.

D'une part, les devoirs fiduciaires des dirigeants, au premier rang desquels figurent les devoirs de diligence et de loyauté, ne sont dus qu'à l'égard de la société, et non de leurs actionnaires. Si une action est intentée contre les dirigeants pour violation de ces devoirs, ce sera toujours au nom de la société. Si cette dernière refuse d'agir, un actionnaire ou un créancier pourra intenter l'action au nom de la société, dans le cadre d'une "action sociale" (*"derivative action"*), mais les dommages et intérêts éventuellement obtenus seront versés à la société et non à l'actionnaire ou au créancier ayant intenté l'action.

D'autre part, l'autonomie du dirigeant est protégée par une théorie, la "règle du jugement d'affaires" (ou *"business judgment rule"*), que les Etats-Unis ont créé et développé pendant près de 150 ans. Les dirigeants sont présumés avoir été diligents sauf si le demandeur peut démontrer soit qu'ils n'ont pas agi « de bonne foi » et « dans la croyance honnête que leurs actions étaient dans le meilleur intérêt de la société », soit qu'ils n'ont pas agi sur la base d'une information suffisante (« *on an informed basis* »). L'existence de ces conditions est particulièrement difficile à prouver par le demandeur. Dans le Delaware, le législateur a encore renforcé la protection des dirigeants en 1986, en autorisant l'inclusion dans les statuts de clauses d'exclusion de la responsabilité des dirigeants, qui viennent s'ajouter aux clauses statutaires habituelles d'indemnisation des condamnations et des frais juridiques des dirigeants et aux polices d'assurance souscrites par la société à leur bénéfice. Certains auteurs ont en conséquence considéré le devoir de diligence comme « *éteint* » (Anabtawi et Stout, 2008) ou ont souligné qu'un

⁷⁸ In re Lear Corp. S'holder Litig., 967 A.2d 640, 655 (Del.Ch. 2008)

⁷⁹ Bainbridge, 2015, p. 19

dirigeant avait « *plus de chances de se faire frapper par la foudre* » que d'être condamné pour manquement à son devoir de diligence (Blair et Stout, 2001)

C) Les pouvoirs étendus des dirigeants

Les pouvoirs dévolus aux dirigeants américains peuvent surprendre par leur étendue : contrôle des règles statutaires, contrôle des processus de désignation des dirigeants, contrôle sur les assemblées générales, contrôle des processus financiers, contrôle des offres publiques d'acquisition ... Pourtant, ces règles ont régi la plupart des grandes entreprises pendant la totalité du XXème siècle. Si certaines d'entre elles ont été érodées dans les 20 dernières années, nombre d'autres demeurent intactes.

Le *contrôle des règles statutaires* est possible parce, typiquement, les statuts sont divisés aux Etats-Unis entre deux documents : les « *articles of incorporation* », qui contiennent un nombre limité d'informations essentielles, et les « *bylaws* » qui contiennent l'essentiel des règles de fonctionnement. Or les *bylaws* peuvent être modifiés non seulement par les actionnaires, mais aussi par le conseil d'administration. Et aucune des deux instances ne prime : en application de la norme d'autorité, le conseil peut modifier ou supprimer une règle introduite par les actionnaires.

Le *contrôle traditionnel des processus de nomination et de révocation* des administrateurs, du fait de sa profonde singularité, mérite des explications détaillées :

- Un premier enjeu est celui de *l'accès des candidats aux fonctions d'administrateur aux "proxy statements"*, qui sont les documents envoyés par les sociétés à tous les actionnaires avant les assemblées. Traditionnellement, seuls les candidats au conseil d'administration proposés et soutenus par le conseil d'administration étaient inclus dans le *proxy statement*. Un candidat non officiel devait donc se lancer dans la procédure coûteuse et incertaine de l'appel public à mandat ("*proxy solicitation*") pour avoir une chance d'être connu et de se faire élire. Une modification de la loi du Delaware intervenue en 2009 a autorisé l'inclusion dans les statuts des sociétés de règles prévoyant l'accès au *proxy statement* pour les candidatures non officielles. Cependant, les statuts, quand ils incluent cette possibilité d'accès, sont souvent assez restrictifs : typiquement, les règles imposent une détention de 3% des actions (par un maximum de 20 actionnaires agissant ensemble) pendant 3 ans (et jusqu'à la date de l'assemblée), une position "longue" empêchant une spéculation à la baisse sur le cours de l'action et une demande ne visant pas plus de 20% des membres du conseil d'administration.
- Le second enjeu est celui du *vote* lui-même. Les élections des administrateurs se font en utilisant la règle de la « pluralité des voix » ("*plurality voting*"), selon lequel l'administrateur en lice qui obtient le plus de voix est élu. Le système fonctionne bien si plusieurs candidats se présentent, mais en pratique il n'y a le plus souvent qu'un seul candidat par poste, celui qui est présenté au vote par le conseil d'administration et inclus dans le *proxy statement*. Les actionnaires n'ont alors pas la faculté de voter *contre* lui, même s'ils désapprouvent sa candidature (ils ne peuvent voter que « pour » un candidat ou "retenir" ("*withhold*") leur vote, c'est-à-dire en pratique s'abstenir). Il en résulte qu'en général le candidat présélectionné par le conseil est automatiquement élu : il lui suffit d'une voix. Cependant, en 2006, sous la pression des actionnaires, la loi a évolué pour permettre l'introduction du vote "contre" dans les statuts, ce qui a été largement fait. Cependant, conformément au principe de prééminence de la norme d'autorité, la plupart des sociétés ayant introduit la possibilité du vote "contre" ont conservé la possibilité, pour le conseil d'administration, de neutraliser l'effet de ce vote "contre" en prévoyant qu'un rejet du candidat par les actionnaires ne l'obligeait qu'à soumettre sa démission au conseil, ce dernier demeurant libre d'accepter la démission ou de la refuser (auquel cas l'administrateur rejeté demeure élu).

- La règle de révocation est *a priori* simple : il suffit d'un vote à la majorité. Mais les sociétés ont la possibilité de créer des "*staggered board*", dont les membres, typiquement élus pour trois ans et renouvelables par tiers chaque année, ne peuvent être révoqués que pour justes motifs. Ce dispositif est vu comme une arme anti-OPA, puisqu'une OPA réussie ne permettra à l'initiateur de l'offre de prendre le contrôle du conseil qu'au bout de deux ans. Traditionnellement très majoritaire dans les sociétés, ce dispositif a été largement abandonné sous la pression des actionnaires. Cependant, cette évolution n'est pas si significative qu'il y paraît, puisque le conseil d'administration peut en général, à tout moment, modifier les *bylaws* pour transformer le conseil en *staggered board*.

Le *contrôle des assemblées* passe lui aussi par trois mécanismes :

- Les actionnaires n'ont pas de plein droit le pouvoir de *convoquer une assemblée*. Les statuts peuvent le prévoir, mais, quand ils le font, ils y mettent le plus souvent des conditions assez restrictives, comme une détention minimum de 20% ou 25% des actions pendant les six derniers mois.
- Si une assemblée a été convoquée ou va l'être, le droit fédéral autorise depuis 1942 un actionnaire à demander *l'ajout d'un point à l'ordre du jour* en ne détenant qu'un nombre assez faible d'actions (1% des actions de la société ou des actions ayant une valeur de 2.000 dollars) ; mais il faut avoir détenu ces actions depuis un an au moins. Cependant, de nombreuses règles permettent à la société de rejeter la demande : non-respect du délai de 120 jours, texte excédant 500 mots, proposition présentée dans le passé et trop faiblement soutenue, proposition relevant de la gestion ordinaire de la société, proposition ayant un effet obligatoire (puisque en vertu de la norme d'autorité, les propositions soumises ne peuvent en général n'être que consultatives), etc.
- Enfin, depuis 1937, les intermédiaires financiers détenant des actions pour le compte d'actionnaires individuels ("*brokers*") peuvent voter au nom de ces derniers sur les questions "de routine", sauf instructions contraires de leur part (rares en pratique). Les *brokers* votent typiquement en faveur des résolutions proposées par les dirigeants. L'avantage pour la société s'est cependant réduit avec l'interdiction de l'utiliser pour les élections (2009) et pour le *say on pay* (2010).

Le *contrôle sur la finance et sur les actifs* passe d'abord par la règle selon laquelle, en principe, il revient aux dirigeants de décider des augmentations de capital⁸⁰, des rachats d'actions et du versement des dividendes, là où, en Europe, ces pouvoirs sont dévolus aux actionnaires. Le pouvoir des actionnaires en la matière a même été réduit dans les années 1960, puisqu'ils avaient jusqu'alors un droit anti-dilution (les "droits préférentiels de souscription") qui a été abandonné depuis. En outre, il n'existe pas de procédure de contrôle actionnarial sur l'achat ou la cession d'actifs, comme cela est le cas au Royaume-Uni.

Enfin, les Etats-Unis se distinguent par *le rôle joué par les dirigeants de la société cible en cas d'OPA*. Ils disposent d'une grande variété de moyens de défense, dont ils n'hésitent pas à faire usage, comme les "pilules empoisonnées" qui, par un mécanisme juridique subtil, peuvent anéantir toute forme d'offre hostile. L'initiateur d'une offre peut alors chercher à neutraliser cette arme en prenant le contrôle du conseil d'administration à l'aide d'un appel public à mandats ("*proxy fight*") ; mais si la société a un conseil d'administration dont le renouvellement est échelonné ("*staggered board*"), il s'exposera à attendre deux ans avant d'arriver à ses fins. Il lui reste alors la possibilité d'intenter une action en justice, mais la jurisprudence du Delaware, soucieuse de ménager tant les dirigeants que les actionnaires, a développé une casuistique complexe dont il ressort que les dirigeants, s'ils s'opposent

⁸⁰ Ce pouvoir est exercé dans la limite du capital autorisé fixé dans les statuts, mais en général les montants sont élevés et laissent donc une importante marge de manœuvre aux dirigeants.

à la mise en vente de la société et refusent d'y participer, peuvent s'opposer à l'offre ; en revanche, s'ils participent au processus de prise de contrôle, par exemple en cherchant eux-mêmes un investisseur qui accepterait de racheter la société (un "chevalier blanc"), ils pourront recourir à des défenses anti-OPA mais seulement dans le but de faire monter le prix de vente.

D) Les tempéraments à l'autonomie des dirigeants

L'autonomie des dirigeants est tempérée par deux facteurs : les rémunérations variables et la culture du procès.

En premier lieu, alors que les rémunérations étaient demeurées essentiellement fixes tout au long du XXème siècle, les années 1990 ont vu les dirigeants exécutifs entrer de plain-pied dans l'ère de "l'alignement d'intérêt" durant laquelle l'attribution de *stock-options* a permis de les commissionner au prorata des performances boursières de l'entreprise. Les rémunérations variables ont ainsi constitué la moitié des rémunérations totales dans les années 1990 et ont augmenté jusqu'à atteindre le chiffre de 78% en 2008, un chiffre demeuré relativement stable depuis.

Les causes du phénomène sont multiples : intellectuellement, il a été porté par la montée en puissance du mouvement pro-actionnarial ; comptablement, il a bénéficié de la règle (existant depuis 1972) selon laquelle les rémunérations relevant des *stock-options* n'entraient pas dans la comptabilité des sociétés, une bizarrerie à laquelle il a été mis fin en 2005 ; fiscalement, il a été encouragé par une réforme de 1994 refusant aux sociétés la déduction fiscale des rémunérations supérieures à 1 million de dollars, sauf pour celles qui étaient indexées sur la performance ; psychologiquement, enfin, il a été porté par la règle de transparence des rémunérations imposée par la SEC en 1986 et 1992, qui a incité à une comparaison entre dirigeants dont il est résulté une spirale haussière.

Une première conséquence du phénomène, la plus visible, a été la hausse sans précédent des rémunérations des dirigeants. Les mesures qui, dans la théorie actionnariale, auraient pu la limiter sont demeurées sans effet : ni l'obligation d'avoir un comité des rémunérations composé intégralement d'administrateurs indépendants (2003), ni l'introduction du "say on pay" (2011) n'ont eu un quelconque effet en la matière. La rémunération des *CEO*, traditionnellement de l'ordre de 20 à 30 fois le salaire moyen de leurs salariés, est ainsi passée à un facteur oscillant entre 300 et 400, contribuant largement à l'augmentation des inégalités aux Etats-Unis. L'échec de cette politique de contrôle des revenus semble en réalité tenir à trois facteurs : la faiblesse historique des syndicats, le changement du marché du travail pour les dirigeants (le recrutement externe se substituant à la promotion interne) et le changement des normes sociales (plus tolérantes aux hauts revenus)

La seconde conséquence a été l'incitation des dirigeants à adopter des politiques court-termistes. Payés en actions, les rachats d'actions leur profitent ; c'est ainsi qu'en 2017, environ 50% des profits des sociétés cotées américaines ont été distribués par voie de rachat d'actions⁸¹, dont on rappellera que, jusqu'en 1982, ils étaient prohibés par le régulateur boursier au titre des manipulations de cours. De même, les dirigeants ne peuvent qu'être sensibles aux avantages des OPA, qui leur permettent d'accélérer la perception de leurs actions et d'en augmenter la valeur.

La dernière conséquence a été le développement de comportements frauduleux, comme la datation rétroactive des attributions d'options pour cristalliser le cours le plus favorable (le "back dating").

En second lieu, le contrôle des actes des dirigeants passe aussi par la menace de procès collectifs. Les procès sont favorisés par plusieurs principes : des actions de groupe ("class actions") sont possibles et

⁸¹ 40% sont en outre versés aux actionnaires à titre de dividendes.

facilitées par le fait que des actionnaires ne souhaitant pas participer à l'action collective doivent le faire savoir (technique de l'*opt-out*) ; l'accès à l'information est simplifié par les règles procédurales de "discovery", qui permettent de demander à la société défenderesse de très nombreux documents qui seront utilisés pour étayer la demande ; et des dommages et intérêts punitifs peuvent parfois être prononcés par le juge, augmentant ainsi le gain des demandeurs. En outre, de nombreux avocats se sont spécialisés dans ce type de procès et offrent aux actionnaires un modèle sans risque : les honoraires ne seront dus qu'en cas de succès de l'action et, en cas d'échec, il n'y aura pas lieu de rembourser les frais d'avocats de la société car, en vertu de la règle connue sous le nom de "American rule", chaque partie paye ses frais d'avocats.

Le recours abusif au contentieux dans certains domaines, comme celui des fusions, dont 95% faisaient l'objet de procès, a conduit le Delaware à prendre en 2015 quelques mesures tendant à restreindre le nombre de procédures.

E) L'activisme politique et financier

Depuis une quinzaine d'années, deux formes nouvelles d'interventionnisme actionnarial ont pris leur essor : l'activisme que l'on peut appeler "politique", consistant à demander des changements dans le mode de gouvernance d'une société ou des modifications de comportement en matière sociale ou environnementale, et l'activisme que l'on peut nommer "financier", visant à un obtenir un gain pécuniaire de court-terme. Le premier a largement ouvert la porte au second.

1) L'activisme politique

L'activisme s'est développé avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels, et ce dès les années 1980, avec une accélération à compter de 2003, après que la SEC, sur l'insistance des syndicats, a imposé aux fonds de rendre publique leur politique de vote et les votes effectivement exercés. Les fonds de pension ont été les premiers à être actifs, et notamment les fonds de retraite publics ; l'exemple le plus connu à cet égard est sans doute celui du gestionnaire des fonds de retraite des agents publics californiens, CALPERS, qui a réuni en 1985 des fonds de pension à l'activisme intransigeant dans le *Council of Institutional Investors* (CII). Ces fonds ont reçu l'appui des syndicats et de leurs fonds, dont les positions en matière de gouvernance sont alignées avec celles des autres fonds de pension ; les syndicats et leurs fonds sont ainsi à l'origine de 33% des résolutions déposées par les actionnaires entre 1996 et 2005.

Ce sont désormais les fonds indiciels⁸², comme Blackrock, Vanguard ou State Street, qui sont les plus actifs. Leur politique se fonde sur le constat qu'ils ne peuvent pas sélectivement vendre les actions de sociétés dont les résultats ou la gouvernance ne leur convient pas ; ils ne peuvent donc améliorer les performances des sociétés qu'en recourant à l'activisme politique. Ils s'affichent comme des investisseurs de long terme responsables⁸³ ; cependant, leur politique de vote, qui conduit à affaiblir les défenses des sociétés et ouvre la porte à l'activisme financier, reflète les valeurs classiques de la suprématie actionnariale.

⁸² Ces fonds répliquent des indices boursiers. Ils doivent donc investir dans toutes les sociétés de l'indice, même si leur stratégie ou leur gouvernance ne leur conviennent pas.

⁸³ Cf. les lettres annuelles publiées par Larry Fink, le CEO de Blackrock.

Les résultats de l'activisme politique sont frappants. Plus de 800 propositions de résolution sont déposées chaque année par les actionnaires⁸⁴. Si les questions les plus souvent abordées sont sociétales et environnementales, les résultats sont maigres en la matière. En revanche, les propositions pro-actionnariales ont connu, avec l'aide des agences de conseil en vote, un succès indéniable. Les "staggered boards", qui représentaient 70% des sociétés du S&P 500 en 2001, n'en représentaient plus que 10% en 2014 ; les "poison pills", en place dans 60% des sociétés du S&P 500 en 2002, n'étaient plus présentes que dans 7% en 2013. Cependant, le recul de ces défenses a plus une portée symbolique que réelle, dès lors que "staggered boards" comme les "poison pills", qui relèvent des *bylaws*, peuvent être mis en place très rapidement, sur seule décision du conseil d'administration, en cas de menace d'OPA.

2) L'activisme financier

Un des principaux résultats de l'activisme politique est d'avoir ouvert grand la porte à l'activisme financier, cette pratique consistant à prendre une participation très minoritaire dans une société cotée et à demander à la direction de réaliser certaines opérations, comme un changement de stratégie, une cession d'actifs ou une modification de la gouvernance, dans le but de réaliser une plus-value à court-terme lors de la revente de cette participation.

a) *Les hedge funds*

Mené avec succès par les *hedge funds*, l'activisme financier bénéficie pleinement des réformes facilitant la convocation des assemblées, l'ajout de points à l'ordre du jour, la nomination d'administrateurs et le vote "contre" ainsi que celles multipliant les administrateurs indépendants (sensibles aux thèmes de la valeur actionnariale), limitant les "broker votes" et supprimant les défenses de type "staggered board" et "poison pill". Il jouit en général du soutien des investisseurs institutionnels, dont les gérants de fonds demeurent intéressés aux plus-values potentielles générées par ces opérations, et des agences de conseil en vote.

Bénéficiant de fonds multipliés par 7 entre 2002 et 2014, pour atteindre 166 milliards de dollars, les *hedge funds* activistes lancent des campagnes toujours plus nombreuses. Ils agissent "en meute", pour renforcer leur poids, en jouant sur les failles réglementaires qui leur permettent de se coordonner et d'acheter des actions sans se révéler au marché ; la confidentialité de ces opérations préparatoires est la condition de leur gain financier. Bien que ces failles soient parfaitement connues et décrites, la SEC n'a pas modifié sa réglementation pour les combler et les propositions de loi visant à les faire disparaître n'ont pas été adoptées.

Une fois la position constituée, les activistes se révèlent et formulent leurs demandes. Leur objectif de court terme se révèle par la durée de détention moyenne de leurs actions, qui est de 8 à 12 mois. Si la position rassemble suffisamment d'actions et que les agences de conseil en vote émettent un avis favorable, les sociétés auront tendance à accepter les demandes ; sinon, les activistes pourront se lancer dans une procédure d'appel public à mandats ("proxy fight").

⁸⁴ En Europe, les résolutions déposées par les actionnaires sur des questions sociales ou environnementales sont rares : elles représentent moins de 10% des résolutions qu'ils déposent (Lafarre et Van der Elst, 2018). Les résultats demeurent particulièrement faibles.

Une des techniques employées par les activistes, s'ils obtiennent la nomination d'administrateurs qu'ils ont proposé, est de les tenir au bout d'une "courte laisse" dorée ("golden leash"), c'est-à-dire de les rémunérer au succès en fonction de la réalisation du programme proposé de création de valeur actionnariale. La pratique a d'abord été occulte avant que la SEC n'impose en 2016 sa révélation. Les sociétés qui ont tenté de faire obstacle à cette pratique, qui porte atteinte au principe d'indépendance des administrateurs, en modifiant leurs statuts, n'ont pu le faire en raison de l'opposition des agences de conseil en vote.

b) Les campagnes et leurs résultats

En 2017, dans le monde, 108 activistes ont lancé 193 campagnes sur des sociétés moyennes ou grandes ; 30% de ces campagnes ont visé des cibles européennes, ce qui marquait une forte hausse (+65% par rapport à la période 2013-2016). Le total des campagnes, sur les sociétés de toutes tailles, est passé de 570 en 2013 à 805 en 2017.

L'essentiel des campagnes ont un objet financier : elles portent typiquement sur le versement de dividendes exceptionnels et le rachat d'actions, financés sur la trésorerie de la société ou par endettement, les restructurations par cession de filiales ou de l'immobilier, et les plans de réduction des coûts. Pour arriver à leurs fins, les activistes demandent d'abord à siéger au conseil ; ils ont ainsi obtenu 100 sièges en 2017 et 119 sièges pendant le premier semestre 2018. Leurs demandes tendent désormais à obtenir la majorité des sièges au conseil des sociétés qu'ils visent. Ces demandes ne sont pas sans poser de problème, dès lors que la présence d'administrateurs désignés par les *hedge funds* conduit à une hausse des délits d'initiés suffisamment importante pour être statistiquement visible.

Les effets des campagnes des activistes sont bien documentés, que ce soit en termes d'augmentation de l'endettement, de hausse des distributions aux actionnaires, de réduction des dépenses de R&D, de niveau d'emploi ou de salaires. Moins souvent cité, un autre phénomène est essentiel : il concerne tout ce que les *hedge funds* ne font pas. Comme le souligne Leo Strine :

"the stories behind the empirical data cited by hedge fund activists seem to mostly involve financial engineering. And what they do not commonly involve is most important. They do not involve tangible stories of technological breakthrough accomplished because hedge funds have identified an innovative new way to make something. They do not typically involve thinking up new services that humans need or even want. They do not typically involve transformational approaches in managing businesses, or in marshalling the productivity of American workers" (Strine, 2017).

En outre, craignant notamment l'intervention des activistes, les sociétés procèdent à des distributions massives : entre 2008 et 2017, leur profit a été pour l'essentiel versé aux actionnaires, 53% sous forme de rachats d'actions et 40% par voie de dividendes.

Les excès de l'activisme ont conduit les acteurs à réagir de différentes manières :

- Les grands fonds ont manifesté publiquement leur inquiétude et se déclarent partisans d'une vision de long terme. Toutefois, ils ne proposent aucune réforme structurelle et continuent en pratique à soutenir les *hedge funds* dans l'essentiel de leurs combats. Ils défendent l'idée de rémunérations des dirigeants plus alignées sur le long terme, une solution promue de longue date et dont les effets ne sont guère visibles. Ils ont préparé un code de gouvernement d'entreprise, appelé "*Commonsense principles 2.0*", signé par de grands noms de l'investissement et de la finance comme Blackrock, ainsi que des grandes sociétés, comme Coca Cola ou AT&T. L'examen du document montre cependant qu'il s'agit en réalité d'une

réaffirmation pure et simple des valeurs de la suprématie actionnariale, dont tous les thèmes sans exception sont déclinés.

- Les organisations patronales ont pris diverses initiatives. Ils demandent la réglementation des agences de conseil en vote, afin de pouvoir mieux contrôler la qualité de leur travail, et interpellent les fonds sur le thème de la responsabilité : quand les fonds prennent le pouvoir, même temporairement, ils doivent en assumer les conséquences.
- Enfin, les sociétés qui s'introduisent en bourse cherchent à se protéger des agissements futurs des *hedge funds*. Ils multiplient donc les dispositifs de type "staggered board" et actions de catégorie distincte, donnant plus de droits de vote aux fondateurs ou moins de droits de vote aux autres actionnaires. Par ailleurs, la question des actions de loyauté, dont les droits de vote sont proportionnels à la durée de détention⁸⁵, font l'objet d'un regain d'intérêt, un projet de "bourse du long terme" prévoyant même leur généralisation.

F) La faiblesse du pouvoir des salariés

L'étendue du pouvoir des dirigeants ne trouve en tout cas pas de contrepoint dans celui des salariés : le système juridique ne prévoit pas la représentation des salariés dans les conseils d'administration ni la création de comités d'entreprise. Le taux de syndicalisation est bas (11%).

L'influence des syndicats dans certains fonds, qu'ils soient cogérés ou relevant du secteur public, s'est fait dans le sens d'un activisme actionnarial classique, avec le soutien des autres fonds et des agences de conseil en vote, à rebours des intérêts des salariés. Les propositions sociales et environnementales, spécifiques aux syndicats et quasiment sans appui externe, n'ont pas eu de succès jusqu'à présent.

Notons pour finir un intérêt de certains candidats à l'élection présidentielle pour la codétermination ; si une réforme était adoptée en ce sens, cela constituerait une forme de révolution pour les Etats-Unis.

Conclusion sur le modèle managérial

Le modèle américain est mis sous pression par la théorie de la suprématie actionnariale.

Le pouvoir des dirigeants a été affecté par plusieurs facteurs : la montée en puissance des investisseurs institutionnels et des agences de vote ; les réformes fédérales en matière d'administrateurs indépendants, de contrôle actionnarial des rémunérations et de vote des actions détenues par des intermédiaires financiers ; les réformes du droit des sociétés autorisant les clauses statutaires relatives au "proxy access" en matière de désignation des candidats au conseil d'administration ; et enfin par les campagnes d'activistes "politiques" portant sur les élections et les défenses anti-OPA et anti-activistes.

L'activisme financier, ainsi juridiquement armé par plus de 20 ans de réformes et de campagnes d'activistes "politiques", n'a jamais été aussi fort. Les conséquences court-termistes s'en font sentir, notamment en matière de distributions aux actionnaires.

Les pouvoirs des dirigeants demeurent toutefois significatifs. Ils conservent le bénéfice d'une norme de gestion hautement valorisée que conforte une norme de responsabilité très protectrice. En outre,

⁸⁵ Selon des modèles proches des actions à droit de vote double français.

ils jouissent toujours de pouvoirs sans équivalent dans le reste du monde, notamment en matière de modification des statuts (bylaws), de contrôle du processus de désignation des administrateurs, de contrôle sur les convocations et l'ordre du jour des sociétés, sur les augmentations de capital, les dividendes et les rachats d'actions ainsi que sur les offres publiques d'acquisition.

Dans ce paysage contrasté, deux forces opposées sont à l'œuvre.

La première est celle de la ligne de moindre résistance et de plus fort gain immédiat. Commissionnés sur les performances boursières de l'entreprise, certains dirigeants préfèrent ne pas résister. Ils sont confortés en cela par les administrateurs indépendants, dont la tentation est toujours de privilégier la protection de leur responsabilité en favorisant le respect des procédures formelles et la satisfaction des actionnaires. La tentation est alors pour eux de se rallier aux déclarations d'intention long-termistes des grands investisseurs institutionnels, notamment en signant des chartes communes comme "Commonsense principles 2.0", abandonnant le pouvoir contre des promesses de bonne conduite.

La seconde provient des organisations patronales, dont la puissance de lobbying demeure forte même si elle a sans doute été dépassée par celle des *hedge funds*, des juges, comme le Chief Justice de la Cour Suprême du Delaware, de la nouvelle génération de politiciens et des entrepreneurs, petits et grands, qui ne souhaitent pas se laisser déposséder de leur œuvre.

Le résultat de leur confrontation demeure incertain. Les syndicats et leurs fonds de pension, qui sont aujourd'hui les soutiens objectifs des actionnaires contre les dirigeants, pourraient contribuer à une évolution de la situation ; mais il n'existe pas actuellement de signe en ce sens.

III - LE MODELE SALARIAL

Le modèle salarial est celui dans lequel les salariés détiennent effectivement le pouvoir dans l'entreprise. Son étude est plus complexe que celle du modèle actionnarial ou managérial dont la prédominance a permis une cristallisation des formes organisationnelles et des conflits de gouvernance, suscitant une forte activité législative, jurisprudentielle et doctrinale.

Le modèle salarial, s'il est bien vivant, est en effet plus discret, peinant notamment à produire des sociétés de grande taille. Il est marqué par une grande diversité de formes qui va bien au-delà des seules coopératives.

Constituant la figure canonique du modèle salarial, ces dernières répondent à des principes plus homogènes tout en laissant, elles aussi, de l'espace pour une certaine variété de formes.

Les développements qui suivent donneront donc un aperçu de cette diversité sans prétendre en dégager un modèle uniforme.

A) Importance et variété du modèle salarial

Dans les pays de l'OCDE, les entreprises contrôlées par leurs salariés représentent de 3% à 4% de l'emploi total (Dow, 2018) ; le chiffre est imprécis car les statistiques en la matière ne sont que parcellaires. Le modèle demeure toutefois important en ce qu'il incarne un mode de gouvernance alternatif au capitalisme, bien adapté aux petites structures, et qui ne faiblit pas avec le temps.

Si l'on se tourne vers la face la plus visible du mouvement, celle des plus grandes entreprises, on peut voir qu'il y a en Europe 303 grandes entreprises détenues majoritairement par leurs salariés (les "GEMS"), en considérant comme "grandes" les entreprises employant plus de 100 salariés⁸⁶. Elles emploient 443.000 salariés dont environ 262.000 sont aussi des associés, ce qui correspond à un taux de démocratisation de 59%. La valeur de ces entreprises serait d'environ 15 milliards d'euros, dont 13 milliards seraient détenus par les salariés – associés. Le nombre de GEMS est en croissance constante mais lente, le seuil des 100 GEMS ayant été franchi dans les années 1970 et celui de 200 GEMS dans les années 1990.

Les pays où ces GEMS sont les plus nombreuses sont la France (plus de 100), puis le Royaume-Uni et l'Espagne (environ 60 chacun) et enfin l'Italie et la République tchèque (environ 25 chacun) ; les autres pays ont moins de 10 GEMS chacun. En termes de salariés travaillant dans les GEMS, le paysage est différent puisque c'est désormais le Royaume-Uni qui vient en tête (environ 170.000 salariés), suivi de l'Espagne et de l'Italie (environ 90.000 chacun), puis de la France (60.000), les autres pays comptant moins de 5.000 salariés chacun.

Le Royaume-Uni est le seul pays connaissant une croissance rapide du nombre de GEMS, passées de 36 en 2014 à 66 en 2017. Ce mouvement est dû à l'introduction d'un nouveau régime en 2014, celui des "Employee Ownership Trusts". Il y aurait actuellement au Royaume-Uni 200.000 salariés environ travaillant dans 300 entreprises détenues par leurs salariés⁸⁷.

Le tableau ci-dessous donne la liste des 25 plus grandes GEMS en Europe, qui montre qu'il existe véritablement deux grandes entreprises, John Lewis Partnership au Royaume-Uni, avec 88.000 salariés, et Mondragon en Espagne, avec 73.000 salariés ; viennent ensuite six entreprises entre 10.000 et 20.000 salariés, puis six entre 5.000 et 10.000 salariés.

Les 25 plus grandes coopératives de salariés en Europe (2017)

Company	Employees (number)	Country	Share Plan type	L/NL listed/ non-list.	First Plan Year	Place	Branche
John Lewis Partnership	88.000	UK	Trust	NL	1.929	London	Department stores
Mondragon	73.635	ES	Coop	NL	1.956	Mondragon	Miscellaneous
Consorzio Cooperative Costruzioni	20.000	IT	Coop	NL	1.912	Bologna	Residential construction
Manutencoop	16.224	IT	Coop	NL	1.938	Bologna	Infrastructure & logistics
STEF	15.759	FR	Plans	L	1.993	Paris	Infrastructure & logistics
Mott MacDonald	14.926	UK	Trust	NL	1.989	Croydon	Engineering and construction
Arup Group	13.346	UK	Trust	NL	1.968	London	Engineering and construction
Coop Italiana di Ristorazione CIR Food	11.415	IT	Coop	NL	1.977	Reggio Emilia	Restaurants & catering service
Schunk	8.038	DE	Foundation	NL	1.947	Giessen	Materials
Cooperativa Muratori e Cementisti CMC	7.762	IT	Coop	NL	1.901	Ravenna	Building, civil engineering
Unipart	6.192	UK	MBO, Trust	NL	1.987	Oxford	Cars parts manufacturers
Colser - Auroradomus	6.075	IT	Coop	NL	1.975	Parma	Security & alarm services
Conast	5.800	IT	Coop	NL	1.993	Brescia	Security & alarm services
Ceva	5.050	FR	MBO/EBO	NL	1.999	Libourne	Veterinary health
La Cascina	4.860	IT	Coop	NL	1.978	Roma	Restaurants & catering service
Palmer & Harvey, McLane	4.473	UK	MBO/EBO	NL	1.988	Hove	Miscellaneous wholesale
Sacmi	4.239	IT	Coop	NL	1.919	Imola	Glass & clay
Artelia	4.000	FR	MBO/EBO	NL	1.998	Lyon	Engineering and construction
Suara Cooperativa	3.819	ES	Coop	NL	1.981	Barcelona	Social services
Groupe Up	3.396	FR	Coop	NL	1.964	Paris	Other banking & financial services
Irizar	3.000	ES	Coop	NL	1.963	Ormaiztegui	Bus manufacturers
Claros	3.000	ES	Coop	NL	2.001	Sevilla	Social services
Scopelec	2.800	FR	Coop	NL	1.973	Toulouse	Networking & communication devices
Control Risks	2.500	UK	MBO, Trust	NL	1.982	London	Consultancy
EBS Le Relais	1.952	FR	Coop	NL	1.984	Bruay	Waste management & recycling

Source : FEAS, 2017

⁸⁶ Tous les chiffres qui suivent viennent de FEAS, 2017.

⁸⁷ <https://employeeownership.co.uk/resources/facts-and-figures/>

Les GEMS ne sont pas toutes des coopératives : seulement 44 ont ce statut parmi les 100 plus grandes GEMS européennes, les autres relevant des statuts de trust, de fondation et de sociétés classiques dont les salariés sont majoritaires (parfois à la suite d'un rachat d'entreprise par ses salariés ou par son management). La diversité est là. Pour l'illustrer, on peut prendre les exemples des entreprises STEF, Schunk, Ceva et John Lewis, toutes figurant parmi les plus grandes GEMS.

STEF est une société française de logistique cotée en bourse sur le compartiment A d'Euronext Paris, avec une capitalisation boursière supérieure à un milliard d'euros. Ses statuts sont ceux d'une société anonyme classique, avec toutefois un droit de vote double pour les actions détenues au nominatif depuis plus de deux ans. Son capital est contrôlé par les managers (30%) et les autres salariés (26%).

Schunk est une entreprise allemande entièrement détenue par une fondation dont le conseil doit être composé d'au moins une moitié de représentants des salariés.

Ceva Santé Animale est une société pharmaceutique vétérinaire française qui a été rachetée par ses cadres à l'occasion de la sortie du groupe industriel dont elle était la filiale.

John Lewis Partnership, qui est en tête de liste, est une entreprise britannique active dans le commerce de détail ("department stores"), fondée à Londres en 1863 par John Lewis. Les salariés ont commencé à être associés au capital dans les années 1920 avant de devenir majoritaires dans les années 1950. Le but de l'entreprise est défini comme suit dans sa "constitution" :

"The Partnership's ultimate purpose is the happiness of all its members, through their worthwhile and satisfying employment in a successful business. Because the Partnership is owned in trust for its members, they share the responsibilities of ownership as well as its rewards – profit, knowledge and power".⁸⁸

Cette entreprise peut se caractériser comme étant démocratique, hiérarchique et non égalitaire :

- La gouvernance de l'entreprise est démocratique, mais selon un mode tempéré. Les actions des salariés sont rassemblées dans un trust, qui élit 80% des membres du Partnership Council, les 20% restant étant désignés par le Président. Ce conseil est responsable des activités sociales de l'entreprise (mais non de sa gestion commerciale) ; il désigne aussi cinq membres au Partnership Board, en charge de la gestion commerciale ; toutefois, cinq autres membres sont désignés par le Président, les deux derniers membres étant le Président et le Vice-président, ce qui tempère le caractère démocratique de l'entreprise. Il est cependant vrai que le Partnership Council peut aussi révoquer le président, ce qui lui donne le dernier mot.
- Le pouvoir exécutif ainsi défini a un pouvoir hiérarchique sur les filiales et sur les salariés.
- Enfin, la rémunération n'est pas égalitaire. Les profits sont distribués en pourcentage du salaire et ces derniers peuvent avoir un écart allant de 1 à 75 (le taux d'origine, de 1 à 25, ayant été augmenté en 2012) (Cathcart, 2013).

B) Les coopératives

Le modèle des coopératives de salariés connaît lui aussi une grande diversité que nous illustrerons en montrant le contraste pouvant exister entre un modèle, celui de la loi française, mêlant principes

⁸⁸ <https://www.johnlewispartnership.co.uk/content/dam/cws/pdfs/financials/our-year-1718/jlp-annual-report-and-accounts-2018-governance-report.pdf>; voir aussi

<https://www.theguardian.com/business/2012/jan/16/john-lewis-model-lessons>

traditionnels du coopérativisme et principes capitalistes, et les règles de fonctionnement de la plus grande des coopératives, Mondragon.

En France, où environ 3.000 coopératives emploient 60.000 salariés, le régime des sociétés coopératives de production (SCOP) a été largement modifié en 2014⁸⁹. Le régime, devenu plus souple, s'éloigne de plusieurs manières du modèle canonique des coopératives⁹⁰ :

- Conformément aux principes traditionnels, la SCOP doit respecter les principes suivants : une adhésion volontaire et ouverte à tous, une gouvernance démocratique, la participation économique de ses membres, la formation desdits membres et la coopération avec les autres coopératives. Ainsi, les membres salariés appliquent le principe un homme/une voix (et ce quel que soit l'apport en capital)⁹¹. Financièrement, il est prévu qu'une part du résultat financier soit obligatoirement mise en réserve (15%) et qu'une part d'au moins 25% soit versée aux salariés (associés ou non). Enfin, pour bénéficier des avantages spécifiques aux SCOP, les entreprises doivent faire l'objet d'une révision coopérative. Il s'agit d'un audit du fonctionnement et de la situation de l'entreprise portant sur la situation financière, le fonctionnement coopératif, l'organisation, la stratégie et la conformité juridique.
- En revanche, d'autres règles s'éloignent de ces principes. Jusqu'à 49% du capital et 35% des droits de votes peuvent être détenus par des non-salariés, un associé pouvant détenir jusqu'à 50% du capital ; la participation des non-salariés au conseil d'administration ne peut toutefois excéder le tiers. Un membre peut détenir plusieurs actions, dans la limite fixée par les statuts ; ce nombre peut aller jusqu'à la moitié⁹². Financièrement, une part des bénéfices peut être versée aux salariés associés sous forme de dividende (proportionnel à leur détention du capital), mais sans que cela puisse excéder la part versée aux salariés ni la part mise en réserve. Enfin, une coopérative peut acquérir la majorité des actions d'une autre coopérative et exercer dans la coopérative "filiale" jusqu'à la majorité des droits de vote.

Le système ainsi établi est démocratique mais il compose avec les principes habituels du capitalisme, notamment en matière de détention et de rémunération du capital ; il permet aussi la constitution de groupes de coopératives obéissant à un principe hiérarchique.

Ce modèle est très différent de ce qu'on peut trouver dans nombres de coopératives, plus attachées au statut traditionnel. *Mondragon* en est un bon exemple. Il s'agit d'un groupe basque espagnol dont les prémisses ont été établies en 1955 et qui intervient principalement dans les secteurs de l'industrie, de la finance, du commerce, tout en ayant aussi une université ; il emploie environ 75.000 salariés dans 33 pays et son chiffre d'affaires est de 12 milliards d'euros. Son ancrage territorial dans le pays Basque est ancien et sa culture est forte, aidée notamment par ses efforts importants en termes de formation de ses membres.

⁸⁹ <http://www.les-scop.coop/sites/fr/les-chiffres-cles/>. Loi n° 78-763 du 19 juillet 1978 portant statut des sociétés coopératives de production (SCOP).

⁹⁰ Le régime décrit prend pour hypothèse une constitution de la coopérative sous forme de société anonyme.

⁹¹ En outre, pour s'assurer d'une participation effective des salariés aux assemblées, personne ne peut avoir plus d'une procuration (si la société à moins de 20 associés) ou des procurations représentant plus de 5% des voix si la société à 20 associés ou plus.

⁹² Pour que la SCOP puisse conserver le contrôle du capital, la cession des actions est toutefois soumise à une procédure d'agrément, qui peut être donné par l'assemblée général ou par le conseil.

Juridiquement, il s'agit d'une fédération qui regroupe 98 coopératives et 143 sociétés et filiales⁹³. La fédération a adopté en 1987 des Principes de Base qui suivent les préceptes de l'Alliance Coopérative Internationale. Elle applique avec beaucoup de rigueur les principes de démocratie, de coopération fédéraliste non hiérarchique, de mutualisation des moyens et de solidarité ; elle limite aussi les écarts de salaire.

En pratique, le pouvoir est organisé en trois niveaux.

- A la base se trouvent les coopératives membres de la fédération :
 - Selon le principe démocratique, elles appliquent le principe "un homme, une voix". L'assemblée générale élit le Conseil de gouvernance, qui exerce les fonctions habituelles d'un conseil d'administration et notamment élit le directeur général, un Comité d'audit en charge de la supervision des questions financières et un Conseil social, qui joue le rôle d'un comité d'entreprise. Le directeur général, assisté de son comité de direction, gère la coopérative au quotidien.
 - Conformément au principe de mutualisation, les coopératives donnent 10% de leurs profits à la fédération. Ces montants servent à couvrir les frais de fonctionnement, à financer la formation et la recherche & développement, ainsi qu'à financer les opérations de développement des coopératives membres au moyen de prêts. Ce principe est essentiel en ce qu'il a concrètement permis le développement de Mondragon.
- Au niveau intermédiaire, les coopératives d'un même secteur sont regroupées au sein de chacune des 14 divisions :
 - Suivant le principe démocratique, chaque division est dotée d'un Conseil de gouvernance élu par les Conseils de gouvernance des coopératives membres. Le Conseil de gouvernance de la division élit un directeur général, qui devient de plein droit un des 14 vice-présidents de la fédération. Ce vice-président et les directeurs généraux des coopératives membres forment le Comité de direction de la division.
 - Conformément au principe de coopération fédéraliste non hiérarchique, le Comité de direction de la division coordonne l'activité des coopératives sans toutefois avoir de pouvoir hiérarchique à leur égard. De façon générale, les décisions de gestion demeurent prises au niveau de chacune des coopératives membres ; les projets collectifs sont toujours discutés et doivent être acceptés pour être mis en œuvre. Il en résulte des pertes d'opportunités mais aussi un meilleur engagement dans les projets choisis.
 - Selon le principe de solidarité, le Conseil de gouvernance de la division décide du pourcentage de profit mis en commun par les coopératives membres, et ce dans une fourchette allant de 15% à 40%, le taux augmentant en fonction du degré d'intégration des coopératives de la division. Ce profit mis en commun est utilisé pour soutenir les coopératives les moins performantes. Ce support financier n'est consenti qu'en contrepartie d'efforts des bénéficiaires pour redresser leur situation, y compris par voie de réduction des rémunérations.
- Au niveau du groupe, les organes fédéraux comprennent le Congrès, le Comité de Direction et le Conseil Général :
 - Suivant le principe démocratique, les 650 membres du Congrès sont élus par les coopératives. Il se réunit annuellement pour définir la stratégie et le cas échéant mettre à jour les Principes de Base. Le Comité de Direction est élu par les Conseils de gouvernance de division ; il joue le

⁹³ Pour la description juridique, cf. Lafuente, 2012 (<https://www.managementexchange.com/story/mondragon-cooperative-experience-humanity-work>). Pour un historique, cf. Prades, 2005.

rôle de conseil d'administration du groupe et désigne le directeur général du groupe. Ce dernier gère le groupe au quotidien avec l'aide du Conseil Général, composé de différents responsables de groupes ou de divisions.

- Conformément au principe de coopération fédéraliste non hiérarchique, le directeur général du groupe et le Conseil Général qui l'assiste ont des fonctions stratégiques et un pouvoir d'animation, mais pas d'autorité hiérarchique sur les divisions ou sur les coopératives membres. Ces dernières, qui ont joint volontairement le groupe Mondragon, demeurent d'ailleurs libres d'en sortir.

Par ailleurs, d'un point de vue social, les écarts de salaire, qui étaient traditionnellement limités à un écart allant de 1 à 3, peuvent depuis les années 1990 atteindre 1 à 6, et pour certains cas exceptionnels, 1 à 8. La rémunération, en bas de l'échelle, tend à être plus élevée que la moyenne du secteur. Le principe s'inverse en montant dans la hiérarchie et la participation aux organes de gouvernance n'est pas rémunérée. Pour pouvoir devenir membre d'une coopérative, il faut aussi participer à son financement en payant, à l'embauche, un montant de l'ordre de 10 mois de salaire ou d'environ 15.000 euros, qui peut être avancé par la banque du groupe ou déduit du salaire sur plusieurs années ; ce montant n'est pas récupérable par le membre (même en cas de départ) mais un intérêt d'un montant maximum de 7,5% est payé sur 75% de cet apport lors de son départ du groupe⁹⁴. Enfin, le groupe ne licencie pas.

Le modèle de Mondragon est toutefois confronté à une difficulté qui est le revers de la médaille de son succès. Mondragon, comme toute entreprise qui réussit, est en croissance, et procède donc à des acquisitions de sociétés. Il en résulte que nombre de nouvelles filiales, représentant environ 60% des salariés du groupe, ne sont pas sous statut coopératif, ce qui prive le modèle de son caractère universel.

Les exemples ci-dessus invitent à réfléchir sur ce que pourrait être une théorie des entreprises contrôlées par leurs salariés. Trop souvent, les réflexions des économistes sont parties de modèles standardisés déconnectés des réalités : par exemple, les hypothèses de base ont pu inclure un fonctionnement selon un processus de démocratie directe (sans représentants), une préférence pour le licenciement en cas de choc externe, un horizon d'investissement contraint par une durée de présence limitée du salarié dans l'entreprise, etc. Cette stylisation dénuée de fondements empiriques n'a pu que conduire à une théorie dépourvue de valeur prédictive. Or il reste à expliquer pourquoi le modèle salarial ne se développe pas plus. Un travail sur les hypothèses sera donc nécessaire au renouvellement de la théorie (Dow, 2018). Une réflexion sur le cas de Mondragon montre d'ailleurs à quel point les règles particulières sont importantes : paiement à l'embauche, flexibilité salariale, compression des hauts salaires, caisse commune de soutien et de développement et sans doute aussi présence d'une culture commune forte et encouragée par les formations dispensées par le groupe.

Conclusion sur le modèle salarial

Le modèle salarial existe d'un point de vue théorique : il donne le pouvoir ultime aux salariés. En revanche, d'un point de vue pratique, il ne s'incarne pas dans une forme unique. La diversité est donc sa marque de fabrique.

⁹⁴ On peut supposer que la combinaison de cet apport initial, de la présence d'une banque dédiée au financement du groupe, de la rigueur de la gestion et du traitement des difficultés et enfin de la constitution de réserves partiellement mutualisées a contribué à la résolution du problème de financement qui touche traditionnellement les coopératives.

Son principal problème demeure la capacité de croissance des sociétés qui y adhèrent. S'il ne semble pas y avoir de réponse simple, il demeure possible d'examiner dans le détail les exemples de réussites. A cet égard, le modèle de Mondragon paraît riche d'enseignements.

CHAPITRE II : LE MODELE PLURALISTE

Le modèle pluraliste ne se définit pas comme un projet conceptualisé *ab initio* dont la mise en œuvre serait le résultat d'un programme planifié. Il correspond plutôt à une diversité d'approches dont la traduction dans les structures économiques et juridiques est le fruit d'un processus essentiellement empirique. Moins nettement perçu que les modèles monistes, il présente une indiscutable spécificité. Au début d'un XXI^{ème} siècle où s'accumulent les défis parfois inquiétants, sa grande richesse et, surtout, son potentiel en font un objet d'étude nécessaire.

Le modèle peut se définir de façon générique par la recherche d'un équilibre entre le pouvoir des différentes parties constituantes de l'entreprise : actionnaires, dirigeants et salariés. Ce faisant, il crée les conditions permettant de se préoccuper aussi des autres parties prenantes. Il se tient donc à distance à la fois des modèles britannique et américain. On le trouve dans des pays comme l'Allemagne, l'Autriche, les pays scandinaves, les Pays-Bas et, depuis récemment, la France. Il est en pratique plébiscité par les milieux d'affaires qui six mettent pays à modèle pluraliste (Allemagne, Pays-Bas et pays scandinaves, dont trois sont classés au-dessus du Royaume-Uni) parmi les 12 pays en tête du "Global competitiveness index"⁹⁵.

Compte tenu de la diversité des traditions de ces pays, il n'existe pas – et il ne peut pas exister – une parfaite convergence de leurs systèmes de gouvernement d'entreprise. Cela est parfaitement normal. De même qu'il est aisé de décrire un modèle générique de gouvernement autocratique, on ne peut réduire la démocratie pluraliste à un régime-type : le Royaume-Uni n'est pas la France, qui n'est pas l'Allemagne, qui n'est pas les Etats-Unis, etc. Dans un système de « *checks and balances* », les combinaisons sont par nature variées. Toutefois, les pays appliquant le modèle pluraliste pour leurs entreprises se retrouvent dans l'application de certains principes généraux :

- Un principe d'autonomie suffisante pour les dirigeants, sans pour autant qu'ils puissent s'affranchir du contrôle nécessaire à l'exercice de leur pouvoir.
- Une protection satisfaisante des actionnaires, dont le rôle n'est pas remis en cause, mais dont la place est celle d'un apporteur de capitaux (comme les banques), qui doit à ce titre recevoir une rémunération, et non celle d'un souverain dont le pouvoir serait suprême.
- La place des préoccupations de long terme et des autres parties prenantes

En outre, le trait discriminant du modèle pluraliste est la place laissée aux salariés dans la gestion des sociétés, à travers leur présence dans les conseils de surveillance ou d'administration, et le cas échéant des droits forts de codécision ou de veto au sein des comités d'entreprise.

Ce modèle s'est développé dans des pays dont la structure de l'actionnariat est demeurée concentrée et qui laisse une place à la diversité des types de détenteurs du capital (marché financier, familles, Etat,

⁹⁵ The Global Competitiveness Index 2017–2018 Rankings, The Global Competitiveness Report 2017–2018, www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017%E2%80%932018.pdf. La méthodologie de ce rapport peut être critiquée, mais elle présente de l'intérêt comme reflet des opinions des dirigeants sondés, les deux-tiers des variables utilisées dans l'étude provenant d'un sondage, l'*Executive Opinion Survey*.

salariés et fondations). Si, depuis trente ans, il a eu tendance à se rapprocher du modèle actionnarial, il n'en conserve pas moins son originalité propre.

Nous examinerons donc successivement le contexte et les traits du modèle.

I – LE CONTEXTE : L'IMPORTANCE DES ACTIONNAIRES DE LONG TERME

Les pays ayant opté pour la voie pluraliste ont tous une structure d'actionnariat diversifiée qui tend à favoriser le long terme⁹⁶. Cette corrélation – qui n'induit pas nécessairement une relation de causalité – mérite d'être examinée en ce qu'elle conforte la cohérence du modèle pluraliste et peut être le garant de sa pérennité. En retour, le modèle pluraliste offre un cadre juridique adapté à l'actionnariat de long terme.

Notons en passant que cette diversité s'oppose aux modèles britannique et américain, qui se caractérisent par un actionnariat dispersé. Ces modèles sont toutefois en recul et ont récemment cessé d'être dominants au niveau mondial. Si l'on compare la capitalisation boursière des pays ayant un actionnariat dispersé (l'Australie, les Etats-Unis, l'Irlande et le Royaume-Uni) avec celle des pays ayant une structure capitaliste mixte (l'Allemagne, le Canada, le Japon, les Pays-Bas et la Suisse) ou concentrée (tous les autres pays), on obtient le résultat suivant⁹⁷ :

Part de la capitalisation boursière mondiale			
	Pays à actionnariat dispersé	Pays mixtes	Pays à actionnariat concentré
1998-2002	58%	22%	20%
2013-2015	49%	26%	34%
Source : OECD, 2017			

Un des traits communs à l'ensemble des pays pluralistes est donc le recours significatif à différentes formes d'actionnariat de long terme : familles, fondations, Etats, sociétés non financières et actionnaires salariés. Si d'autres pays, non pluralistes, présentent des traits similaires, tous s'opposent nettement au modèle actionnarial représenté par le Royaume-Uni⁹⁸.

L'*actionnariat familial* s'inscrit par nature dans le long terme⁹⁹. Il est bien une des caractéristiques du modèle pluraliste : la proportion de grandes sociétés cotées sous contrôle familial est de 30% en France, 22% en Allemagne, 19% en Suède (et 70% des plus grandes sociétés, dont 30% détenues par la fondation de la famille Wallenberg (IGF 2017)), 18% en Norvège et 9% aux Pays-Bas, contre

⁹⁶ Notons aussi que les pays pluralistes sont aussi moins financiarisés : le ratio capitalisation boursière / PIB était en 2014 de 49% en Allemagne et de 75% en France contre 98% aux Etats-Unis. La situation peut être différente pour les pays plus petits, comme les Pays-Bas, dont le taux était de 82% (ANSA 2016).

⁹⁷ Le rapport de l'OCDE ne définit pas précisément les catégories qu'il utilise ; les chiffres donnés sont donc plus intéressants pour la tendance qu'ils expriment que pour leurs valeurs absolues.

⁹⁸ La persistance d'un actionnariat de long terme a pu susciter un certain étonnement de la part d'auteurs américains, qui ont cherché à en théoriser les raisons : cf. Bebchuk et Roe, 1999. Les chiffres donnés dans l'analyse qui suit sont cohérents dans le principe avec ceux de Lafarre (2017).

⁹⁹ Et même parfois dans le très long terme, comme en témoigne l'association des Hénokiens qui regroupe 47 entreprises européennes et japonaises bicentenaires encore contrôlées par les descendants en ligne directe ou indirecte du fondateur. L'investissement à long terme peut être défini comme un investissement fait avec la perspective de détenir un actif pour une période de temps indéfinie par un investisseur qui en a la capacité, ce qui correspond bien au capitalisme familial.

seulement 3% au Royaume-Uni (FEAS, 2017)¹⁰⁰. S'il est clair que cette caractéristique est partagée avec de nombreux autres pays¹⁰¹, elle n'en reste pas moins structurante. Dans les pays nordiques, le contrôle familial est encore accentué par l'existence d'actions de catégorie B, typiquement conservées par les familles, et qui donnent à chaque action 10 droits de vote ; par exemple, en Suède, le dispositif est mis en œuvre par plus de la moitié des sociétés cotées (Davies et al., 2013).

Les *fondations actionnaires* jouent aussi un rôle important dans certains pays : elles détiennent le capital de sociétés qu'elles gèrent en se plaçant résolument dans une optique de long terme (Thomsen et al, 2018)¹⁰². Le Danemark s'illustre particulièrement, puisque les fondations y contrôlent 17% des grandes sociétés cotées. Le phénomène est aussi présent en Allemagne (4%), en Norvège (4%) et en Finlande (4%) (FEAS, 2017). L'Allemagne compte ainsi près de 500 fondations actionnaires, rassemblant des sociétés comme Thyssen Krupp, Carl Zeiss, Bosch, Bertelsmann, Software AG, Fresenius, Playmobil ou Henkel. La Norvège compte également près de 1000 fondations, contrôlant des sociétés dont le capital est estimé à 10 milliards d'euros¹⁰³. En Suède, les fondations peuvent aussi servir de véhicule aux fonds de pension (Ericsson, Seb, Electrolux) ou permettre de pérenniser le contrôle familial tout en optimisant la structure fiscale (Ikea). D'autres pays non pluralistes connaissent le dispositif, comme l'Inde avec Tata et la Suisse, qui compte une vingtaine de fondations, dont Rolex, Victorinox (les "couteaux suisses") ou Sandoz.

Notons aussi qu'il existe aux Pays-Bas des fondations qui permettent aux sociétés de se protéger de offres publiques d'acquisition non souhaitées : créées à l'initiative de la société elle-même, elles séparent les droits de vote, qui sont exercés par la fondation, des droits à dividendes, qui appartiennent aux investisseurs (IGF, 2017) ; le rejet de l'offre par la fondation constitue ainsi un moyen de défense efficace.

L'Etat a pu être un investisseur significatif, notamment après la Seconde Guerre mondiale, mais la situation a évolué avec les vagues de privatisation intervenues à compter des années 1980¹⁰⁴. En France, l'Etat ne contrôle plus que 6% des grandes sociétés cotées, un chiffre comparable à celui de l'Allemagne (5%) et de la Norvège (7%) (FEAS, 2017). Toutefois, ces chiffres restent plus élevés que ceux du Royaume-Uni, dont l'Etat ne contrôle plus de grande société cotée. Par ailleurs, la France continue à acquérir et à détenir des participations de plus petite taille dans de nombreuses sociétés, notamment via sa banque publique d'investissement, Bpifrance¹⁰⁵. Notons enfin que, dans le monde, si le capital net de l'Etat a tendance à diminuer (Piketty, 2013), sa présence au capital de sociétés,

¹⁰⁰ Le contrôle est ici défini comme une détention supérieure à 25% ; le concept de "grande société cotée" est large puisqu'il recouvre toutes les sociétés de plus de 200 millions d'euros de capitalisation, soit un quart de toutes les sociétés cotées et plus de 95% de la capitalisation et de l'emploi des sociétés cotées. Pour une étude récente, voir Botero et al. (2015), notant que 27% des sociétés européennes cotées dont la capitalisation excède 50 millions d'euros sont sous contrôle familial. La moitié des sociétés cotées en France et en Allemagne dans les années 1990 pouvaient être qualifiées de patrimoniales (Blondel, 2012). L'importance des blocs de contrôle familiaux en Europe contraste avec la grande dispersion du capital au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, où la taille médiane du bloc le plus important est respectivement de 10% et de moins de 5% (Becht et Röell, 1999 ; pour une analyse plus récente suggérant des chiffres plus élevés, voir Basu 2014).

¹⁰¹ Comme la Belgique et l'Italie, dont les pourcentages respectifs sont de 32% et 33%. La moyenne européenne est de 16%.

¹⁰² Pour une étude comparée, voir Prophil (2015) et pour le détail des régimes juridiques, voir IGF (2017).

¹⁰³ <https://lottstift.no/en/the-foundation-authority/foundations-in-norway/>

¹⁰⁴ Pour une appréciation de la situation dans les années 1990, voir Faccio et Lang, 2002 et Cheffins, 2008.

¹⁰⁵ Pour une liste de ces participations, d'une valeur de 215 milliards d'euros en 2015 (ANSA, 2016), voire www.bpifrance.fr. Sur le bilan de son action, voir Grandguillaume et Louwagie (2015).

qu'elle soit majoritaire ou minoritaire, demeure significative, notamment en raison du poids de certains pays comme la Chine. Cette situation peut s'expliquer, selon une étude récente, par le fait que les résultats financiers de ces sociétés ne sont pas inférieurs à ceux des sociétés entièrement privées (Lazzarini et Musacchio, 2018).

Les *sociétés non financières* se comportent aussi en actionnaires de long terme, à tout le moins pour les participations qui excèdent 25%, dont la détention relève en général de l'intégration dans une stratégie de groupe et non d'une intention spéculative de court terme. Trois pays se distinguent par l'importance du contrôle de leurs grandes sociétés cotées par des sociétés non financières : l'Autriche (31% des sociétés), l'Allemagne (20%)¹⁰⁶ et la France (18%), chiffres à comparer avec la moyenne européenne (11%) et le taux britannique (3%) (FEAS, 2017)¹⁰⁷. Historiquement, les participations croisées jouaient aussi un rôle important en Allemagne et en France : les sociétés détenaient des participations réciproques dans le cadre d'alliances plus ou moins formelles visant à stabiliser le pouvoir. Cette pratique a été notablement réduite dans les deux pays au tournant des années 2000, dans le cadre de politiques, notamment fiscales, dont l'objet était de mieux soumettre les dirigeants au pouvoir des actionnaires. En revanche, en Allemagne, s'il a été réduit, le rôle des banques n'a pas été anéanti : bien qu'elles ne soient plus que rarement actionnaires des sociétés, elles continuent de jouer un rôle en exerçant le droit de vote des actions déposées sur leurs comptes par leurs clients, quand ces derniers le leur demandent¹⁰⁸.

Les *actionnaires salariés*¹⁰⁹ ont typiquement un comportement d'actionnaires de long terme, notamment parce que leurs revenus dépendent plus de leur salaire que des actions qu'ils détiennent. En la matière, la France¹¹⁰ se distingue nettement par une politique volontariste, notamment dans le domaine fiscal, qui a porté ses fruits. Les actionnaires salariés y détiennent 6% du capital des grandes sociétés (cotées et non cotées), soit deux fois plus que la moyenne européenne de 3%. Le taux de démocratisation est élevé, 37% des salariés des grandes sociétés détenant des actions (contre 21% pour la moyenne européenne). Ces actions ne présentent pas seulement un avantage financier : ils donnent un certain pouvoir aux salariés. Ainsi, dans 12% des grandes sociétés cotées (représentant 32% des salariés des grandes sociétés cotées), les actionnaires salariés élisent un administrateur pour les représenter, et ce conformément à la loi¹¹¹ ; cette situation est unique en Europe. En outre, les actions étant détenues pendant une longue période, en général dans le cadre d'une structure d'épargne collective de type FCPE (Fond commun de placement d'entreprise), elles disposent de droits de vote double, ce qui accroît l'importance relative des salariés actionnaires dans les assemblées

¹⁰⁶ En Allemagne, notamment, la détention par les entreprises non-financières était historiquement élevée, passant de 18% en 1950 à 40% en 1960 pour demeurer aux environs de 30% jusqu'à la fin des années 1990 (Fohlin, 2007).

¹⁰⁷ Cf. www.ifa-asso.com/fileadmin/user_upload/euronext_cac_40_and_sbf_120_study_15012019.pdf pour la France.

¹⁰⁸ Crane et Schaede, 2005. La capacité de vote par les banques a été réduite par la loi "Kontrag" de 1998 : pour les votes au-delà de 5%, les banques doivent choisir entre le vote des actions qu'elles détiennent en propre et celui qui provient des procurations.

¹⁰⁹ Tous les chiffres cités dans cette partie proviennent de FEAS (2017).

¹¹⁰ En France, le souci d'associer les salariés au capital est ancien. Par exemple, dans le cadre des travaux préparatoires à une loi de 1893 visant à abaisser la valeur nominale minimale des actions, le rapporteur affirmait que l'objectif de la loi était de "*mettre les actions des sociétés à la portée des ouvriers et de faciliter ainsi leur participation aux bénéfices*" (Jules Clausel de Coussergues, rapporteur de la loi à la Chambre des Députés).

¹¹¹ La nomination d'au moins un administrateur choisi parmi les salariés actionnaires est obligatoire dans les sociétés cotées dont plus de 3% du capital social est détenu par le personnel de la société ou de ses filiale (article L. 225-23 du code de commerce).

générales d'actionnaires. Ici aussi, cela est sans équivalent dans le monde. Notons toutefois que ce système avantage aussi un petit groupe de dirigeants (en France, typiquement, trois personnes), qui se partagent 29% des actions, pour une valeur moyenne, par personne, de 58 millions d'euros (contre 29.000 euros pour les autres salariés).

Parmi les autres pays pluralistes, notons que le Danemark et les Pays-Bas ont des taux de détention assez faibles (2%), mais des attributions qui bénéficient surtout aux salariés ordinaires, non dirigeants (84% et 71% respectivement) ; le Danemark s'illustre en outre par un écart plus faible entre la valeur moyenne du portefeuille des dirigeants (3,7 millions d'euros) et celle des autres salariés (63.000 euros), marquant ainsi une recherche d'équilibre plus nette. Le Royaume-Uni et l'Allemagne sont dans des situations proches, avec des taux de détention de 3% et 2% respectivement et un taux moyen d'attribution aux salariés non dirigeants (58% et 61% respectivement).

Pour conclure sur l'actionnariat pérenne, on peut noter l'exemple de l'Autriche, où quasiment tous les acteurs de long terme interviennent : les grandes sociétés cotées y sont contrôlées à 30% par des sociétés non financières, 18% par des familles, 12% par l'Etat et 10% par des fondations. A l'inverse, le pays le plus exposé au court-termisme est le Royaume-Uni, dont 73% des grandes sociétés cotées n'ont pas d'actionnaire de contrôle (FEAS, 2017).

Le tableau suivant peut résumer la situation d'ensemble :

L'actionnariat de long terme dans les pays pluralistes (grandes sociétés cotées)		
Pays	Actionnaires de long terme¹¹² (%)	Actionnaires de contrôle (total) (%)
Allemagne	51	69
Autriche	72	90
Danemark	34	58
Finlande	31	34
France	55	75
Norvège	29	58
Pays-Bas	16	33
Suède	29	58
<i>Royaume-Uni (à titre de comparaison)</i>	7	27
Source : FEAS 2017, calculs de l'auteur		
(Lecture : en Allemagne, 69% des grandes sociétés cotées ont des actionnaires de contrôle et 51% des grandes sociétés cotées ont des actionnaires de contrôle de long terme, les 51% étant inclus dans les 69%)		

On voit ainsi que les pays pluralistes, s'ils se distinguent du Royaume-Uni, ne sont pas tous identiques. Sur la base du tableau ci-dessus, ils peuvent être classés en trois catégories :

L'actionnariat de long terme dans les pays pluralistes (grandes sociétés cotées)		
	Actionnaires de contrôle supérieurs à 50%	Actionnaires de contrôle compris entre 30% et 50%
Actionnariat de long terme supérieur à 50%	Catégorie 1 : Allemagne, Autriche, France	
Actionnariat de long terme compris entre 15% et 50%	Catégorie 2 : Danemark, Norvège	Catégorie 3 : Finlande, Pays-Bas, Suède
(Lecture : au Danemark, plus de 50% des grandes sociétés cotées ont des actionnaires de contrôle et entre 15% et 50% des grandes sociétés cotées ont des actionnaires de contrôle de long terme)		

¹¹² Familles, fondations, sociétés non financières, salariés et Etat.

Notons pour terminer que ces chiffres éclairent la signification de la détention du capital par les institutions financières et les non-résidents¹¹³. Dans les pays pluralistes, ces deux catégories d'actionnaires sont présentes mais détiennent souvent des participations dans des sociétés contrôlées, ce qui ne leur donne pas la même capacité d'influence qu'au Royaume-Uni, où les actionnaires de contrôle sont beaucoup moins fréquents.

II – LES TRAITS GENERAUX DU MODELE PLURALISTE

Le modèle pluraliste se caractérise par des traits généraux, qui concernent l'autonomie relative des dirigeants, le respect raisonnable des actionnaires et la place des autres parties prenantes. Si ces caractéristiques ne sont pas l'apanage des modèles pluralistes, puisqu'on en retrouve certains, à des degrés divers, dans les autres modèles, ils n'en sont pas moins importants pour l'équilibre des droits et des devoirs qui est la marque de fabrique du modèle pluraliste.

A) La norme de gestion et l'autonomie relative des dirigeants

Une norme de gestion pluraliste donne aux dirigeants une indication quant à la direction à suivre : celle de l'intérêt de la société. Un principe d'autonomie relative leur donne concrètement la latitude d'action dont ils besoin pour avancer sur ce chemin.

1) Une norme de gestion pluraliste

Les pays à régime pluraliste ont tous développé une approche de la norme de gestion centrée sur l'intérêt social, qui va au-delà du simple intérêt des actionnaires (Hopt, 2011 ; Strine, 2016 ; CDJ, 2018).

En *Allemagne*, le concept apparaît comme fondateur. En effet, le droit des sociétés moderne est né en 1870, lors de l'adoption d'une loi qui libérait la création des sociétés par actions de l'obligation d'obtenir une autorisation préalable ; cette loi prévoyait l'introduction d'un conseil de surveillance,¹¹⁴ en notant qu'un tel système permettrait de mieux préserver l'intérêt public¹¹⁵. Depuis, le droit des

¹¹³ La détention d'actions cotées domestiques en 2014 était la suivante (ANSA, 2016) :

- Non-résidents : Allemagne (54%), France (42%), Pays-Bas (85%), Royaume-Uni (52%)
- Institutions financières domestiques : Allemagne (13%), France (21%), Pays-Bas (6%), Royaume-Uni (34%)

Notons que la France est dans une situation particulière, puisque la part des non-résidents baisse depuis plusieurs années ; pour le CAC 40, le taux est ainsi tombé à 29% en 2016 après être monté jusqu'à 53% les années précédentes. A titre de comparaison, en 2014, ce taux était de 64% pour le DAX et de 55% pour le FTSE 100 (CAE, 2017).

¹¹⁴ La loi allemande s'est inspirée de l'article V de la loi française du 17 juillet 1856 sur les sociétés en commandite par actions, qui prévoyait la constitution d'un conseil de surveillance (Roth, 2013).

¹¹⁵ Cf Fohlin 2007 ; Roth, 2013. La conception institutionnaliste de l'entreprise développée au XXème siècle par Walter Rathenau a aussi été influente.

sociétés prévoit que la société doit être gérée dans l'intérêt de la société¹¹⁶, ce qui ne se limite donc pas aux actionnaires et comprend l'ensemble des intérêts en présence, dans une perspective de long terme. Le Code de Gouvernement d'Entreprise allemand spécifie en outre que la société doit être gérée dans « le meilleur intérêt de la société », en cohérence avec « les principes de l'économie sociale de marché », ce qui implique non seulement le respect de la loi mais aussi un comportement « éthiquement sain et responsable »¹¹⁷. Il est aussi demandé aux investisseurs institutionnels de « respecter le principe de durabilité (*sustainability*) ».

En Autriche, la loi prévoit une norme de gestion pluraliste, qui fait référence aux actionnaires, aux salariés et à l'intérêt public¹¹⁸. Le code de gouvernement d'entreprise l'explicite en précisant : *"The management board shall have sole responsibility for managing the enterprise and shall endeavour to take into account the interests of the shareholders, of the employees and the public good"* (article 13)¹¹⁹.

En France, l'intérêt social prime aussi (Clerc, 2018a et 2018b, CDJ 2018, Poracchia et Martin, 2012). Si les références textuelles sont limitées¹²⁰, le principe a été posé de longue date par la jurisprudence¹²¹, qui n'a pas fait droit à certaines tentatives doctrinales d'imposer la prééminence actionnariale¹²². Cette vision est conforme à la tradition française, qui a vu de longue date la société comme une "institution" ou comme une "structure juridique d'accueil de l'entreprise"¹²³. On trouve dans l'approche institutionnaliste quatre idées fondamentales qui sont encore d'actualité : *"idée directrice"*

¹¹⁶ *"Wohl der Gesellschaft"* (article 93(1) de la loi sur les sociétés).

¹¹⁷ *"The Code highlights the obligation of the Management and Supervisory Boards to ensure the continued existence of the company and its sustainable value creation in line with the principles of the social market economy (the company's best interests). These principles not only require compliance with the law, but also ethically sound and responsible behavior (the "reputable businessperson" concept, Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns)"* (Introduction). *"The Management Board assumes full responsibility for managing the company in the best interests of the company, meaning that it considers the needs of the shareholders, the employees and other stakeholders, with the objective of sustainable value creation"* (article 4.1.1).

¹¹⁸ Abram et Schindler (2018) : *"The management board is responsible for managing the operations of the company, taking into account (as the Stock Corporation Act provides) the interests of the shareholders, the employees and the public good"*.

¹¹⁹ Les codes de gouvernement d'entreprise du monde entier sont disponibles sur <https://ecgi.global>.

¹²⁰ Les références explicites à l'intérêt social sont rares dans le Code de commerce : cf. les articles L. 221-4 sur les pouvoirs des gérants de SNC, L. 233-3 sur les conventions de vote et L. 241-3 et L. 242-6 sur l'abus de biens sociaux et l'abus de crédit.

¹²¹ Voir par exemple CA Paris 5-4-2002 n° 00-4851 : RJDA 3/03 n° 270. La notion peut être employée par exemple en cas de demande de désignation d'un administrateur provisoire ou de sanction d'un abus de majorité ou de minorité par des actionnaires.

¹²² Pour Dominique Schmidt, « *la société est constituée dans l'intérêt des associés : elle n'est pas constituée en vue de satisfaire un autre intérêt que celui des associés, qui ont seuls vocation à partager entre eux le bénéfice social* » (D. Schmidt, « De l'intérêt social », JCP E, 1995, n°38, p. 361. Id., « De l'intérêt social », RD bancaire et bourse, n°50, juillet/août 1995, p. 130). Il n'a pas été suivi par la jurisprudence.

¹²³ Cf. notamment les travaux de Maurice Hauriou et ceux de l'Ecole de Rennes (Paillusseau, 1984). La notion d'intérêt social se rapproche de celle de *"manifestations de communion"* évoquée dans une première version de la définition de l'institution par Hauriou, formulée comme suit : *"Une idée d'œuvre ou d'entreprise qui se réalise et dure juridiquement dans un milieu social. Pour la réalisation de cette idée, un pouvoir s'organise qui lui procure des organes. D'autre part, entre les membres du groupe social intéressé à la réalisation de l'idée, il se produit des manifestations de communion dirigées par les organes du pouvoir et réglées par des procédures"*.

de l'institution, "*manifestations de communion*", "*équilibre des pouvoirs*" et "*consentement des membres de l'institution aussi bien que du milieu social*". La primauté de l'intérêt social est confortée par le code de gouvernement des entreprises, le code AFEP – MEDEF¹²⁴, qui dispose, à l'article 1.1, que le conseil d'administration agit « *en toute circonstance dans l'intérêt social de l'entreprise* ». L'intérêt social est défini dans le rapport Viennot 1¹²⁵, le prédécesseur du Code AFEP – MEDEF, qui indique à son article I – 1 que

« *L'intérêt social peut ainsi se définir comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise* ».

Cette conception de l'intérêt social est ancienne et son affirmation dans le rapport Viennot avait suscité des critiques des investisseurs anglo-saxons ; cependant, elle a toujours été maintenue dans les codes français de gouvernement d'entreprise (Simon, 2012 et 2014). Elle s'exprime bien dans l'affirmation selon laquelle l'intérêt social permet, pour la jurisprudence, d'affirmer "*la prééminence de l'intérêt supérieur de la société personne morale sur les intérêts individuels ou catégoriels susceptibles d'être invoqués*"¹²⁶.

Précisons enfin qu'un projet de loi en cours d'adoption sécurise la jurisprudence en l'intégrant dans le code civil, qui devrait désormais disposer que "*la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*"¹²⁷. Ce même projet, à la suite des recommandations du Rapport Notat – Senard, propose d'introduire le concept de "raison d'être"; une société choisissant d'adopter une telle "raison d'être" dans ses statuts devant la "prendre en considération" dans ses décisions de gestion¹²⁸.

La prééminence de l'intérêt social est aussi affirmée aux *Pays-Bas* (Raaijmakers et Rutten, 2018 ; CDJ, 2018), et ce depuis au moins une décision de justice rendue en 1949¹²⁹, donnant raison à des membres du conseil de surveillance qui refusaient de suivre des instructions des actionnaires qu'ils estimaient contraires à l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes. La règle a ensuite été codifiée¹³⁰ : les dirigeants d'une société « *doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir dans l'intérêt de la société et dans celui du projet d'entreprise en lien avec celle-ci* ».

¹²⁴ Code de conduite élaboré par l'Association française des entreprises privées et le Mouvement des Entreprises de France à l'usage des sociétés cotées. Celles qui y adhèrent, et qui correspondent à la majorité des grandes sociétés cotées, doivent en appliquer les règles sauf à expliquer pourquoi elles ont dû ponctuellement s'en éloigner.

¹²⁵ « *Le conseil d'administration des sociétés cotées* », rapport du groupe de travail AFEP – CNPF, juillet 1995

¹²⁶ Philippe Bissara, *Revue des sociétés*, janvier-mars 1999.

¹²⁷ Article 1833 du code civil.

¹²⁸ Projet d'article 1835 du code civil : "*Les statuts peuvent préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité*". Pour l'application par le conseil d'administration : article L. 225-35 du code de commerce. Notons que ces propositions résultent du travail conjoint d'une ancienne syndicaliste, Nicole Notat, et d'un chef d'entreprise, Jean-Dominique Senard.

¹²⁹ Doetinchemse IJzergieterij – HR, 01-04-1949.

¹³⁰ Articles 2 :239 (5) de la loi néerlandaise sur les sociétés et 2 :129 (5) du code civil néerlandais

La *Suède* affirme aussi la prééminence de principe de l'intérêt social (Skog et Sjöman, 2013)¹³¹, comme la *Finlande* (Ilmonen et al., 2018). Au *Danemark*, le code de gouvernement d'entreprise s'attache aux intérêts des parties prenantes (article 1)¹³². La *Norvège* recourt aussi à la notion d'intérêt social et prévoit le droit, et dans certains cas le devoir, pour les dirigeants, de prendre en considération les intérêts des salariés, des parties prenantes, de la société en général et de l'environnement (Knudseth et Langsen, 2018).

2) L'autonomie relative des dirigeants

Le modèle pluraliste peut se trouver conforté par la latitude d'action donnée aux dirigeants par rapport aux actionnaires. Ils ne se cooptent pas entre eux : le détail des règles de désignation et de révocation est donc essentiel. Ils doivent par ailleurs être responsables, mais sans que les conditions d'exercice de cette responsabilité n'entrave l'exercice de leurs fonctions. Enfin, comme représentants de l'intérêt social, il est préférable qu'ils aient un rôle à jouer en cas d'offre publique d'acquisition.

a) *Désignation et révocation des dirigeants*

L'*Allemagne* donne un bon exemple d'un système protégeant assez bien l'autonomie des dirigeants. Cela tient tant à leur légitimité qu'aux garanties qui entourent leur révocation et celle du conseil de surveillance, dont ils dépendent¹³³ :

- Le directoire est doté d'une forte *légitimité*. Il se situe au sommet des organes sociaux, dans un système qui prévoit la prééminence des dirigeants sur les actionnaires, selon un modèle inspiré de la pratique aux Etats-Unis dans l'entre-deux guerres ; l'assemblée des actionnaires ne peut empiéter sur ses pouvoirs (Roth, 2013). C'est aussi une instance collégiale – contrairement au modèle conseil d'administration / directeur général, où ce dernier est seul au sommet de la hiérarchie exécutive¹³⁴ ; cette collégialité donne plus de poids à l'instance. Enfin, les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance où, dans les sociétés soumises à la codétermination, siègent des salariés désignés par leurs pairs. Leur légitimité en tant que dirigeants de l'entreprise s'en trouve renforcée, notamment si les représentants salariés ont voté pour eux.
- La *révocation des membres du directoire* est une procédure grave qui est entourée de précautions. Elle ne peut intervenir que sur décision du conseil de surveillance, mais pas pour n'importe quelle raison : il faut un juste motif, comme la négligence grave, l'inaptitude à gérer la société correctement, ou un vote de défiance des actionnaires, un tel vote ne pouvant être manifestement arbitraire. Si les actionnaires souhaitent la révocation des membres du

¹³¹ L'article 3.1 du code de gouvernement d'entreprise précise notamment que le rôle du conseil comme suit : "*defining appropriate guidelines to govern the company's conduct in society, with the aim of ensuring its long-term value creation capability*".

¹³² Le code recommande que le conseil "*adopt policies on the company's relationship with its stakeholders, including shareholders and other investors*".

¹³³ Les règles exposées figurent aux articles 77, 84 et 103 de la loi sur les sociétés par actions.

¹³⁴ En effet, le président du conseil d'administration n'a pas de pouvoirs à l'égard des tiers – sa seule fonction est de présider le conseil d'administration. Le directeur général peut être assisté par des directeurs généraux délégués, mais ceux-ci lui sont subordonnés. Le système n'est pas collectif.

directoire et que le conseil de surveillance s'y oppose, ils doivent d'abord révoquer le conseil de surveillance.

- La *révocation des membres du conseil de surveillance*, si elle peut intervenir sans justes motifs, nécessite non une majorité simple (traditionnelle en la matière), mais une majorité des trois-quarts, sauf stipulation statutaire fixant une majorité plus élevée. Certes, des actionnaires représentant 10% du capital ou détenant une participation d'un montant d'un million d'euros peuvent aussi demander la révocation judiciaire, pour justes motifs, des membres du conseil de surveillance, mais cette procédure n'est envisageable que dans des cas d'une particulière gravité.
- Le système, s'il est protecteur pour l'autonomie des dirigeants, donne aussi des *garanties aux actionnaires* : depuis 1886, tous les membres du conseil de surveillance sont des membres "externes", en ce sens qu'ils ne peuvent naturellement pas cumuler leurs fonctions avec celles de membre du directoire ; ce critère satisfait en large part les besoins auxquels sont censés répondre les administrateurs "indépendants". En outre, les représentants des salariés remplissent fonctionnellement le même rôle que les administrateurs indépendants. En ne se focalisant pas sur l'indépendance, les sociétés allemandes privilégient la compétence, sur laquelle porte l'essentiel des efforts, en cohérence avec l'article 5.4.1 du code de gouvernement d'entreprise (Roth, 2013).

Le système *autrichien* prévoit aussi une révocation des *membres du directoire* par le conseil de surveillance, non pas libre, mais pour cause. Un vote de défiance des actionnaires, s'il n'est pas manifestement arbitraire, est une cause de révocation. La révocation des *membres du conseil de surveillance*, si elle peut intervenir sans justes motifs, nécessite aussi non une majorité simple, mais une majorité des trois-quarts. Par ailleurs, les dirigeants ne peuvent pas recevoir d'instruction des membres du conseil de surveillance ni des actionnaires (Adam et Schindler, 2018).

Les *Pays-Bas*, qui ont été les premiers à imposer, dès 1619, un régime à conseil de surveillance et directoire (Hopt, 2011), prévoient aussi une procédure protectrice pour les dirigeants. Ainsi, dans les grandes sociétés (dites "structurées"), les règles sont les suivantes :

- Les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance. Ils sont également révoqués par ce dernier, mais seulement après consultation des actionnaires réunis en assemblée générale.
- L'élection des membres du conseil de surveillance par l'assemblée générale ne peut se faire que sur les membres proposés par le conseil de surveillance. Si l'assemblée vote contre les membres proposés, le conseil doit proposer de nouveaux candidats. Dans tous les cas, les candidats proposés par le conseil doivent avoir été soumis pour avis consultatif au comité d'entreprise de la société. Ces règles peuvent être modifiées mais seulement avec l'accord des actionnaires (qui doivent voter pour amender les statuts), le conseil de surveillance et le comité d'entreprise.
- La révocation des membres du conseil de surveillance suit un double régime. S'il s'agit de la révocation individuelle d'un membre, celle-ci ne peut être prononcée qu'en justice, par la juridiction spécialisée en la matière (la Chambre des Entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam, ci-après la "Chambre des Entreprises").¹³⁵ S'il s'agit de la révocation collective de l'ensemble du conseil de surveillance par les actionnaires, celle-ci doit être justifiée ; la résolution de révocation doit avoir été adressée à l'avance au directoire, de telle sorte que celui-ci en informe le comité d'entreprise, qui pourra ainsi faire valoir son opinion sur la question devant les actionnaires, avant le vote ; une fois la révocation votée, il revient à la

¹³⁵ Articles 2:158, 2:161 et 2:162 du Code civil néerlandais (www.dutchcivillaw.com/civilcodebook022.htm).

Chambre des Entreprises de nommer les nouveaux membres du conseil de surveillance ; ceux-ci devront alors organiser rapidement de nouvelles élections et, à cet effet, proposer des candidats à l'assemblée des actionnaires, selon la procédure décrite ci-dessus.

- Notons que la procédure de révocation n'a été utilisée qu'une seule fois. A la demande de deux *hedge funds*, titulaires de 32% du capital, qui s'opposaient à la mise en œuvre de mesures défensives de la société, le conseil de surveillance a été révoqué. La Chambre des Entreprises a suspendu les défenses mais a annulé la révocation en estimant que cette dernière ne respectait pas le principe selon lequel les actionnaires doivent agir de façon "raisonnable et équitable"¹³⁶.

Le régime *norvégien* prévoit un système original consistant en la désignation d'un organe intermédiaire entre l'assemblée et le conseil si la société a plus de 200 salariés¹³⁷. Des représentants des salariés sont présents à hauteur d'un tiers cet organe, dont les pouvoirs sont importants : désignation et révocation du conseil d'administration (et éventuellement du directeur général), mais aussi approbation des dividendes, décision (sur consultation du conseil) en matière d'investissements et de réorganisations ayant un impact sur les salariés. La société et les représentants des salariés peuvent toutefois, d'un commun accord, décider de ne pas créer cet organe qui, s'il existe, participe d'une mise à distance de l'actionnariat.

Le *Danemark*, la *Suède* et la *Finlande* n'ont quant à eux pas de dispositif particulier de protection des dirigeants ; les administrateurs sont nommés et révoqués à la majorité simple des actionnaires. Notons simplement que l'attachement de la *Suède* au principe de collégialité du conseil la conduit à présenter ce dernier dans son ensemble au vote des actionnaires, là où les agences de conseil en vote demandent un vote nominatif (Saidac et al., 2018). Enfin, le système *français* protège peu les dirigeants. Si la société a opté pour un système moniste, à conseil d'administration et directeur général, comme cela est le cas le plus fréquent¹³⁸, les membres du conseil d'administration sont révocables *ad nutum*, c'est-à-dire sans préavis ni indemnité, par la majorité simple des actionnaires ; le directeur général est aussi révocable par le conseil d'administration sans avoir à invoquer de justes motifs. La révocation peut intervenir en outre à tout moment en assemblée, même si le point n'a pas été inscrit à l'ordre du jour¹³⁹.

b) Responsabilité

Les dirigeants doivent naturellement être responsables de leur gestion. Il convient toutefois d'éviter de les exposer trop facilement à des actions qui, si elles ne sont pas justifiées, voire abusives, peuvent sérieusement perturber le fonctionnement des sociétés. Il existe ainsi, pour les dirigeants, des règles protectrices, dont certaines, générales, s'appliquent pour l'essentiel à tous les pays à régime pluraliste, tandis que d'autres sont particulières à certains d'entre eux.

¹³⁶ Stork, 17 juillet 2007

¹³⁷ Articles 6-35 *et seq.* de la loi sur les sociétés par actions (*Public Limited Liability Companies Act*).

¹³⁸ Les sociétés peuvent choisir le modèle moniste (à conseil d'administration) ou dualiste (à conseil de surveillance).

¹³⁹ Art. L.225-105 du code de commerce, codifiant la théorie ancienne des "incidents de séance".

(i) *Règles protectrices générales*

Dans les pays à régime pluraliste, les dirigeants sont protégés contre une litigiosité excessive de la part des actionnaires par les trois principes suivants (Gelter, 2012 ; Gerner-Beuerle et al., 2013) :

- A la différence des Etats-Unis, les actions de groupe basées sur la technique de l'*opt-out* ne sont en général pas reconnues¹⁴⁰. Dans les pays où elles sont autorisées, les actions collectives nécessitent donc un regroupement volontaire des demandeurs, ce qui constitue un frein important à leur développement.
- Il est fréquent en Europe que des règles de procédure permettent, en fonction des circonstances, la mise à la charge de la partie qui succombe tout ou partie des frais de procédure, y compris les frais d'avocats. La simple existence de telles règles peut avoir un effet dissuasif sur des petits actionnaires qui souhaiteraient se joindre à une action collective. A cela s'ajoute dans nombre de pays des règles encadrant les honoraires de résultats de façon plus stricte qu'aux Etats-Unis.
- Enfin, en l'absence de procédure de « *discovery* », les possibilités d'accès à l'information sont plus restreintes. Cette limite est en partie corrigée par la possibilité pour les actionnaires d'obtenir la désignation d'un expert de gestion, qui aura accès aux documents de la société : cette faculté, ouverte dans tous les pays à régime pluraliste, suppose toutefois la détention d'un certain nombre d'actions (par exemple, en Allemagne, 1% du capital ou des actions d'une valeur de 100.000 euros).

(ii) *Règles protectrices spécifiques*

Des règles protectrices spécifiques s'appliquent en outre dans certains pays.

Ainsi, en *Allemagne*, les années 2010 ont vu s'élaborer une recherche d'équilibre délicate entre protection des dirigeants et responsabilité :

- Une loi de 2005, inspirée du droit américain, a introduit la règle du jugement d'affaires, qui protège les dirigeants dans l'exercice de leur devoir de diligence¹⁴¹ s'ils avaient de bonnes raisons de penser qu'ils agissaient pour le bénéfice de la société sur la base d'une information adéquate.
- Cette loi a été introduite comme contrepoint à la facilitation des règles permettant aux actionnaires de poursuivre les dirigeants. En effet, des actionnaires représentant 1% du capital ou 100.000 euros peuvent désormais demander l'autorisation judiciaire d'intenter, au nom de la société, une action en dommages et intérêts contre ses dirigeants. La cour ne peut accéder à leur demande que si les quatre conditions suivantes sont remplies : les demandeurs ont acquis leurs actions avant d'avoir des raisons de connaître les faits ou le préjudice à la base de leur action ; les demandeurs ont demandé en vain à la société d'intenter elle-même

¹⁴⁰ L'Allemagne et les Pays-Bas ont toutefois des procédures qui prévoient que les tribunaux peuvent étendre le bénéfice d'une transaction entre des actionnaires et une société à tous les actionnaires dans la même situation, sauf ceux qui refusent (*opt-out*). Ce mécanisme n'est toutefois pas applicable aux actions collectives elles-mêmes.

¹⁴¹ Les membres du directoire et du conseil de surveillance ont un devoir de diligence : ils doivent agir comme un dirigeant diligent et consciencieux (cf. art. 93 et 116 de la loi sur les sociétés).

l'action ; il existe des faits justifiant le soupçon de malhonnêteté ou de violation grave de la loi ou des statuts ; enfin, il n'existe pas de raisons impérieuses en termes de "bien-être de la société" ("*Gesellschaftswohls*") qui soit contraire à la demande. L'action devient caduque si, à n'importe quel moment, la société engage elle-même une action (art. 148). Ces conditions font que ce type d'action demeure rare en pratique (Roth, 2013).

- Depuis 2009, la loi impose que les assurances dont bénéficient les membres du directoire prévoient une franchise destinée à les responsabiliser – compte tenu des montants potentiellement en jeu, cette franchise est doublement plafonnée à 10% du montant des dommages et intérêts et un an et demi de rémunérations (art. 93(2)). Le Code de Gouvernement d'Entreprise allemand prévoit la même règle pour les membres du conseil de surveillance (article 3.8).

Aux *Pays-Bas*, il n'existe pas de régime d'action sociale (Siems, 2017), le système de contrôle choisi étant de nature publique (cf. ci-dessous) ; par ailleurs, le vote du quitus protège les dirigeants contre toute action (Lafarre, 2017). L'*Autriche*, le *Danemark* et la *Finlande* demeurent dans un cadre classique mais restreignent le flux potentiel de contentieux en demandant une détention d'au moins 10% du capital de la société pour intenter une action sociale.

En *Suède*, enfin, où le degré de litigiosité est faible, le vote par l'assemblée générale du quitus annuel fait obstacle à toute action en responsabilité civile du fait de la gestion des dirigeants ; la règle ne s'applique toutefois pas si 10% des actions ont voté contre (Skog et Sjöman, 2013)¹⁴². Il en résulte que les dirigeants sont responsables mais ne sont pas soumis au risque de mise en cause du fait d'activistes minoritaires.

c) Le cas particulier des offres publiques d'acquisition

Tous les pays à régime pluraliste autorisent des modes de défense contre les offres publiques d'acquisition, que ce soit par des mesures préventives de type structurel (Clerc, 2007) ou des mesures défensives (Clerc et al., 2012 ; Cacchi Pessani et al., 2017).

En *Allemagne*, les OPA hostiles ne sont pas facilitées :

- Les sociétés allemandes peuvent se défendre contre des offres hostiles ; les actes du directoire accomplis à cet effet doivent être autorisés par le conseil de surveillance (article 33 de la loi sur les acquisitions de titres et les offres publiques – WpüG – du 20 décembre 2001).
- L'initiateur d'une offre hostile venant en compétition avec une offre amicale peut recevoir moins d'informations que l'initiateur de l'offre amicale, aucun principe n'exigeant qu'ils soient à égalité d'information (A&O, 2017 ; CMS, 2018)
- La capacité pour un initiateur d'accumuler des actions sans en référer au marché est limitée par une obligation de déclaration de franchissement de seuil fixée à un niveau plus bas que celui du droit européen : 3 % (au lieu de 5% pour le seuil européen). En outre, si le seuil de 10% des droits de vote est dépassé, il devient nécessaire de faire une déclaration d'intention et de déclarer la provenance des fonds ayant permis l'acquisition des actions.
- L'auteur d'une offre amicale peut conclure un accord d'exclusivité avec la société cible. Mais cette dernière peut le rompre au vu d'une offre concurrente qu'elle estimerait meilleure et dans l'intérêt de la société ; dans ce cas, il sera possible de prévoir des dommages et intérêts

¹⁴² Elle ne s'applique pas non, bien entendu, si le quitus a été donné sur la base d'une information insuffisante ou trompeuse.

("break-up fees") mais ceux-ci devront typiquement être limités – le droit n'est pas fixé sur ce point mais la pratique estime que le montant ne devrait pas excéder 1% du prix de l'offre (A&O, 2017).

- Les règles de prix compliquent les offres en cas de marché baissier : en effet, le prix de l'offre, qu'elle soit volontaire ou imposée par la réglementation, ne peut être inférieur à la moyenne pondérée des cours pendant les trois mois précédents ; il ne peut pas non plus être inférieur au prix d'achat par l'acquéreur de toute action pendant les six mois précédents.
- Les membres du directoire ne peuvent être révoqués que pour juste motif ; or le changement d'actionnaire consécutif à une offre hostile ne constitue pas un tel motif (CMS 2018).
- Afin d'éviter que les dirigeants ne soient tentés d'accepter une offre qu'en raison des indemnités de départ qui pourraient leur être versées à l'occasion du changement de contrôle, ce qui constitue une technique courante d'*achat* du consentement des dirigeants, le code de gouvernement d'entreprise dispose qu'une telle indemnité ne doit pas excéder trois ans de rémunération (article 4.2.3).
- Le rôle des activistes tend à rendre les offres plus difficiles : leur stratégie consiste à prendre une participation minoritaire lors de l'annonce de l'offre et de bloquer par des procès le processus de rapprochement post-offre, dans l'espoir de se faire racheter leur participation à un prix avantageux (Besse, 2014)¹⁴³.

En France, après avoir évolué, la loi est maintenant relativement protectrice des sociétés cibles :

- Historiquement, les défenses contre les OPA hostiles étaient traditionnellement considérées comme possibles, mais un avis de l'Autorité des Marchés rendu en 2004¹⁴⁴ a jeté un doute sur la question. A l'occasion de la transposition de la Directive OPA, il a alors été prévu de permettre aux sociétés françaises de se défendre mais seulement si l'initiateur avait lui-même la possibilité de se défendre en cas d'OPA (selon le principe dit de "réciprocité") ; par exemple, une société pouvait résister à une offre lancée par une société américaine ou allemande, mais pas britannique. La loi a été modifiée à nouveau en 2014 pour autoriser le recours à des défenses sans condition autre que le respect de l'intérêt social¹⁴⁵.
- Actuellement, tous types de défenses sont possibles, sous réserve de respecter les compétences des actionnaires, notamment en matière d'augmentation de capital. C'est ainsi

¹⁴³ Cette stratégie peut être par exemple mise en œuvre (i) en cas de retrait obligatoire à la suite d'une offre publique, qui suppose que l'initiateur détienne 95% des droits de vote (article 39a de la loi sur les offres publiques), (ii) dans le cadre du droit des sociétés, qui suppose que l'initiateur détienne 95% des actions de la société (articles 327a et suivants de la loi sur les sociétés par actions), le fond activiste pouvant bloquer la procédure s'il détient plus de 5% des droits de vote (dans le premier cas) ou des actions (dans le second cas), ou (iii) à l'occasion de la signature d'un accord de domination, possible dès lors que l'initiateur détient plus de 75% des droits de vote, que le fond ne peut pas bloquer mais qui ouvre la porte à des contestations en matière de prix. Notons que cette stratégie a été rendue un peu plus difficile par une réforme de 2011 de la loi sur les transformations de société, qui prévoit une nouvelle procédure de retrait obligatoire s'appliquant quand le seuil de détention de l'actionnaire majoritaire dépasse 90% (au lieu de 95% dans la procédure classique) : un fond doit détenir plus de 10% des droits de vote pour bloquer un tel retrait (article 62(5) de la loi sur les transformations de sociétés). Entre 2012 et 2016, la nouvelle procédure a été utilisée 28 fois sur un total de 140 retraits obligatoires, soit dans 20% des cas (CG, 2017).

¹⁴⁴ L'AMF a considéré, dans le cadre d'une offre lancée par Sanofi contre Aventis, que l'émission par cette dernière de bons de souscriptions ("bons Plavix") qui auraient pu, dans certains cas, transférer de la valeur des actionnaires de Sanofi vers ceux d'Aventis, n'était pas légale.

¹⁴⁵ Loi du 31 mars 2006 et loi du 29 mars 2014 (dite loi "Florange").

que la loi prévoit, depuis 2006, la possibilité pour une société faisant l'objet d'une offre d'émettre des "bons d'offre", qui transposent en droit français le mécanisme des pilules empoisonnées américaines ; cependant, à la différence de ces dernières, la version française doit être autorisée par les actionnaires, statuant à la majorité simple (Clerc et al., 2006).

- Il existe en outre certaines possibilités de se prémunir contre les activistes. Il est ainsi possible, par exemple, de prévoir dans les statuts des obligations de déclaration de franchissement de seuil dès le franchissement de 0,5% du capital ou des droits de vote (ce qui rend public la phase de préparation que les activistes voudraient voir demeurer cachée) et des plafonds de droits de vote¹⁴⁶.

Au *Danemark*, les défenses contre les OPA hostiles sont autorisées. Les actions à droits de vote décuples, fréquentes, jouent un rôle dissuasif. Toutefois, si une offre est lancée, des défenses supplémentaires pourront être mises en œuvre ; typiquement, les sociétés prévoient dans ce cas la mise en place de programmes de rachat d'actions. Par ailleurs, à titre de moyen de défense, les statuts interdisent souvent aux salariés d'autres sociétés de siéger au conseil d'administration (Christensen et al., 2018).

Aux *Pays-Bas*, les sociétés cotées disposent typiquement de différentes méthodes de défense contre les OPA :

- La technique la plus employée est celle des fondations. Une société crée une fondation dont l'objet est la défense des intérêts de long terme de la société qui l'a créée, et qui peut donc intervenir en cas de menace d'OPA ou d'intervention de *hedge funds* dont le programme serait le démembrement de la société. Pour donner des armes à la fondation, la société lui confère une option de recevoir des actions nouvellement émises, à droits de vote multiples, qui peuvent ainsi diluer la participation de l'initiateur de l'OPA ou des *hedge funds* activistes.
- Certaines sociétés ont eu aussi recours à d'autres fondations, qui ont aussi pour mission de défendre l'intérêt à long terme des sociétés, mais selon une technique différente. La société émet des actions au profit de la fondation, qui à son tour émet des certificats de dépôt (cotés en bourse) au profit des investisseurs. La fondation transmet les dividendes aux titulaires des certificats de dépôt et, sauf instruction contraire des titulaires des certificats de dépôt, vote en leur nom. En cas d'OPA, la fondation peut décider d'exercer seule les droits de vote, nonobstant toute instruction reçue de la part des titulaires des certificats de dépôt. La règle s'applique aussi si des activistes acquièrent plus de 25% du capital ou si l'exercice de leurs droits de vote peut être considéré comme étant fondamentalement en conflit avec les intérêts de la société (art. 2:118a).
- Après la réforme pro-actionnariale de 2004, des sociétés avaient renoncé au caractère défensif des certificats de dépôt. Après la vague d'activisme qui s'en est suivi, la tendance s'est inversée (Nowak, 2013).
- D'autres défenses sont disponibles, comme l'émission d'actions de priorité, dotées de droits de veto ou d'approbation, entre des mains amies.

La jurisprudence soutient en outre les efforts de défense des sociétés. Ainsi, dans la décision *Akzo Nobel*, la Chambre des Entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam a décidé que "*in the face of propositions of a potential bidder, the board of the company has to focus on – in the terms of the*

¹⁴⁶ Articles L. 233-7 et L. 225-125 du code de commerce.

Corporate Governance Code – the long-term value creation of the company and its connecting firm and to weigh the interests of all relevant stakeholders"¹⁴⁷.

En *Norvège*, les sociétés peuvent mettre en place des défenses structurelles avant le lancement d'une offre¹⁴⁸. Les actions à droit de vote multiples, notamment, deviennent de plus en plus fréquentes (Knudseth et Langsen, 2018). Après le lancement d'une offre, les défenses ne sont pas interdites mais certaines décisions ne peuvent être prises qu'après accord de l'assemblée générale des actionnaires, comme la cession d'actifs significatifs. La société peut aussi se défendre contre d'éventuels activistes, par exemple en abaissant le seuil des offres publiques obligatoires¹⁴⁹.

Un pays, la *Finlande*, fait preuve d'une grande prudence en matière d'OPA. Elle annonce avoir introduit dans son droit le principe de passivité, interdisant aux sociétés de se défendre, mais elle ne l'a fait que par voie d'introduction dans son code de gouvernement d'entreprise. La règle n'est donc pas obligatoire, seulement recommandée (Clerc et al., 2012).

Pour lutter contre les activistes, qui cherchent à prendre un contrôle de fait sans passer par le lancement d'une OPA, l'*Autriche* autorise les sociétés à abaisser unilatéralement le seuil de déclenchement des offres obligatoires (Abram et Schindler, 2018) : ainsi, par exemple, un activiste réunissant 20% des actions pourrait-il se voir imposer le lancement d'une offre sur la totalité des actions de la société, ce qui est très coûteux et donc dissuasif.

Certains pays pluralistes appliquent toutefois le principe "anglais" de prohibition des défenses en cas d'OPA, comme la *Suède* et l'*Autriche*. Le sens de la règle n'est toutefois pas le même dans des pays où la majorité des sociétés est contrôlée par des familles et dans un pays, le Royaume-Uni, où la grande majorité des sociétés a un actionnariat dispersé. En outre, la *Suède* recourt largement aux actions à droits de vote multiples qui opèrent comme une défense structurelle contre les OPA (Clerc et al., 2012).

B) Le respect raisonnable des actionnaires

Les pays à régime pluraliste respectent les actionnaires en leur conférant des droits leur donnant une protection satisfaisante. Toutefois, ils ne procèdent pas à une sacralisation de leur prééminence ; l'approche en la matière demeure *raisonnable*.

¹⁴⁷ Hof Amsterdam (OK), 29 May 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965. Pour l'analyse de la jurisprudence sur les OPA, voir Verdoes et Nijland, 2018.

¹⁴⁸ <https://iclg.com>.

¹⁴⁹ La loi prévoit que le franchissement du seuil d'un tiers du capital par un actionnaire déclenche une obligation de lancement d'une offre sur la totalité du capital ("OPA obligatoire"), ce qui est coûteux et que veulent éviter les activistes. Une réduction du seuil à 25% (par exemple) empêche l'activiste de dépasser ce seuil et limite donc sa capacité d'influence.

1) Le respect des actionnaires

Les pays pluralistes se trouvant tous dans l'Union européenne¹⁵⁰, ils présentent un degré élevé de protection des actionnaires. Les pays inclus dans les comparaisons internationales de protection des actionnaires (Allemagne, France, Pays-Bas et Suède) y figurent bien (Lele et Siems, 2007 ; Deakin et al., 2017) et les comparaisons de l'OCDE sont aussi globalement favorables (OCDE, 2017)¹⁵¹. Elles montrent, par exemple, que les proportions d'indépendants requis dans les conseils et dans leurs comités sont en ligne avec la pratique des autres pays ; de plus, dans certains cas, les pays pluralistes sont plus protecteurs des intérêts des actionnaires que les autres pays, comme en matière d'inscription d'un point à l'ordre du jour où il suffit d'une seule action dans les pays scandinaves (OCDE, 2017).

Il n'est pas possible de développer ici, pour chacun des pays concernés, l'ensemble des règles protectrices des droits des actionnaires, tant elles sont nombreuses et variées ; nous n'en donnerons ci-dessous qu'un échantillon :

- En *Allemagne*, depuis 1965, un régime original permet de donner à une société-mère un contrôle absolu sur une filiale dont le capital, non entièrement détenu, inclut des actionnaires minoritaires, tout en protégeant ces derniers. La procédure passe par un accord d'indemnisation de la filiale par la société mère, approuvée par l'assemblée générale de chacune des deux sociétés, sur le fondement d'un rapport dont le contenu a été validé par un expert indépendant nommé en justice¹⁵².
- Au *Danemark*, pour protéger les actionnaires minoritaires, certaines décisions doivent être prises à la majorité, inhabituellement élevée, de 90% (art. 107 de la loi sur les sociétés).
- En *France* :
 - Une règle ancienne prévoyait l'interdiction de faire siéger au conseil plus d'un tiers d'administrateurs disposant d'un contrat de travail avec la société, ce qui répondait par anticipation à ce qui allait devenir, sous une forme plus pointilleuse, le mouvement en faveur des administrateurs indépendants.
 - Les actionnaires disposent de droits étendus quant au contrôle des délégations données au conseil d'administration en matière d'augmentations de capital.
 - La protection des petits actionnaires contre les risques de dilution en cas d'augmentation de capital fait l'objet d'une protection spécifique, sous la forme de droits préférentiels de souscription, depuis 1935, alors que cette protection n'a été introduite au Royaume-Uni qu'en 1980, en application d'une directive européenne (Pistor, 2002).
- Les *Pays-Bas* ont été le premier pays à introduire, en 2004, un vote obligatoire sur les rémunérations ("say on pay").
- En *Suède*, l'importance du capitalisme familial va de pair avec un pouvoir actionnarial fort, mais il ne s'agit pas d'un pouvoir actionnarial de marché. Le contrôle du conseil par l'actionnaire familial

¹⁵⁰ La Norvège fait exception, mais comme membre de l'Espace économique européen elle transpose aussi les directives européennes dans son droit national.

¹⁵¹ Voir la Monographie sur "La diffusion du modèle actionnarial".

¹⁵² Articles 291 *et seq.* de la loi allemande sur les sociétés

est considéré comme bénéfique ; en témoigne le fait qu'en cas d'un tel contrôle, seuls deux administrateurs doivent être indépendants de la famille, alors que plus de 50% des administrateurs doivent être indépendants de la société¹⁵³. Les actionnaires minoritaires sont quant à eux protégés par diverses mesures : par exemple, les décisions les plus importantes, comme les modifications des statuts et les augmentations de capital, nécessitent une double majorité des deux tiers, calculée à la fois en voix exprimées (qui tiennent donc compte des droits de vote décuplés habituellement détenus par les familles) et en nombre d'actions (qui ne les prennent pas en compte). Les décisions les plus importantes ne peuvent donc pas être prises contre l'avis des actionnaires minoritaires.

Enfin, si le contrôle des actionnaires sur les dirigeants passe le plus souvent par des procédures de type "accusatoire", où les parties, mises sur un pied d'égalité, demandent au juge de trancher leur litige, il peut aussi s'appuyer sur des médiations publiques de nature différente, de type inquisitorial, où le juge, au-delà de son rôle d'arbitre, peut incarner l'intérêt général et conduire lui-même le processus de recherche de preuves. Le recours au droit pénal en France ou à la « procédure inquisitoriale » aux Pays-Bas en donnent un bon exemple (Gelter, 2012) :

- Ainsi, en France, le droit pénal a toujours eu une fonction importante. Deux infractions y jouent un rôle particulier : l'abus de biens sociaux, qui prohibe le fait pour un dirigeant de s'approprier des biens sociaux, et l'abus de pouvoirs ou de voix, d'application plus large, qui permet par exemple de sanctionner l'organisation d'une fusion déséquilibrée, lésionnaire et dépourvue de toute justification économique¹⁵⁴. Un actionnaire, agissant au nom de la société, au moyen de l'action sociale *ut singuli*, peut déposer plainte avec constitution de partie civile auprès d'un juge d'instruction ; il lui suffit d'une seule action. Le juge d'instruction devra instruire l'affaire, sauf si le ministère public a décidé de procéder lui-même à une enquête¹⁵⁵ ; pour éviter les actions abusives, il pourra demander au plaignant de consigner une certaine somme d'argent. La procédure permet donc, dans les cas les plus graves, de bénéficier des capacités d'investigation du juge (Conac et al., 2007).
- Aux Pays-Bas, il est possible de saisir la Chambre des entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam en cas de conduite inappropriée des dirigeants, à condition de détenir 10% du capital ou des actions d'une valeur de 200.000 euros. La Cour instruit l'affaire si elle l'estime suffisamment fondée. Elle dispose, en cas de conduite inappropriée, de pouvoirs importants,

¹⁵³ De la même façon, la règle de vote pour l'élection des administrateurs est la pluralité des voix, comme aux Etats-Unis : or cette règle est défavorable aux actionnaires quand l'actionnariat est dispersé (car les actionnaires ne peuvent pas voter "contre" un candidat proposé par le conseil, ce qui est gênant quand il n'y a qu'un seul candidat), mais elle est indifférente quand une famille contrôle le conseil (car elle ratifie alors en assemblée les candidatures qu'elle a proposées en réunion du conseil). Le code de gouvernement d'entreprise conforte la situation de la famille, puisqu'il prévoit que le comité des nominations peut lui aussi être contrôlé par la famille (seul un de ses membres devant en être indépendant) (Article III – 2 du Swedish Corporate Governance Code (2016)).

¹⁵⁴ Techniquement, s'agissant de l'abus de biens sociaux, l'article L. 242-6 du code de commerce a un champ d'application plus large ; il couvre le fait, pour des dirigeants, de "*faire, de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement*". L'abus de pouvoir ou de voix a une définition en miroir ; il interdit aux dirigeants de "*faire, de mauvaise foi, des pouvoirs qu'ils possèdent ou des voix dont ils disposent, en cette qualité, un usage qu'ils savent contraire aux intérêts de la société, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement*". Pour l'arrêt, cf. Cass. Crim. 10 juillet 1995, n° 3367. L'action sociale *ut singuli*, intentée au nom de la société, est soumise à une condition de subsidiarité par rapport à l'action de la société elle-même.

¹⁵⁵ Article 85 du code de procédure pénale.

comme la suspension des dirigeants et de leurs droits de vote, l'annulation de leurs décisions ou la nomination de nouveaux dirigeants. La décision de la Cour peut aussi être utilisée, dans un second temps, comme preuve dans une procédure en dommages et intérêts. Cette procédure est assez utilisée en raison de son efficacité et de sa célérité (Gerner Beuerle et al., 2013).

2) Les réactions contre les excès

Les pays pluralistes ont, comme tous les autres pays, connu dans les trente dernières années une forte montée en puissance du pouvoir actionnarial. Certains d'entre eux ont pu considérer que, le mouvement étant excessif, il convenait de le maîtriser, voire de l'inverser.

Les *Pays-Bas* en sont un bon exemple. Ils ont réagi contre les excès de l'activisme :

- Ayant décidé en 2004 de mettre en place une réglementation plus pro-actionnariale, ils avaient autorisé les actionnaires détenant 1% du capital à inscrire des points à l'ordre du jour des assemblées et leur avaient donné le droit d'approuver certaines opérations d'acquisition ou de cession d'actions quand les actifs des sociétés achetées ou cédées représentaient au moins un tiers des actifs de la société procédant à l'achat ou à la vente (art 2:107a). Il en est résulté immédiatement une intense activité de la part des *hedge funds* activistes ; notamment, le fond TCI (The Children Investment Fund¹⁵⁶) avait acquis 1% des actions d'ABN Amro pour en demander le démantèlement.
- Une réaction contre les fonds activistes s'en est ensuivie :
 - Le seuil de 1% a été relevé à 3% en 2013 (art. 2:114a) et certaines sociétés ont prévu que certaines décisions, comme les augmentations de capital, ne pouvaient être prises qu'avec l'accord du directoire ou du conseil de surveillance, et ce même si elles avaient été ajoutées à l'ordre du jour d'une assemblée sur demande de 3% des actionnaires (Davies et al., 2013).
 - La jurisprudence a considéré qu'il fallait faire une application restrictive du pouvoir de contrôle des actionnaires sur les transferts d'actifs. En l'espèce, la cour suprême a décidé que la cession par ABN Amro de sa filiale La Salle, pour une valeur de 20 milliards de dollars, dans le cadre d'une stratégie visant à faire obstacle à une OPA hostile, n'avait pas à être autorisée par les actionnaires, comme le demandaient des activistes qui voulaient bloquer la mesure de défense (ABN Amro / La Salle, 2007).
 - En outre, suite à une décision de la Cour Suprême de 2014 confirmant que, conformément à la loi, il appartient aux dirigeants de promouvoir l'intérêt de l'*entreprise*, le Code de gouvernement d'entreprise a dû être révisé. Alors qu'il affirmait depuis 2003 que la société avait pour objet de créer de la "*valeur actionnariale de long terme*", il mentionne depuis 2016 que l'objectif est la création de "*valeur de long terme*"¹⁵⁷.

¹⁵⁶ TCI est un *hedge fund* fondé en 2003 qui devait financer une fondation soutenant la lutte contre la pauvreté des enfants. Il s'est fait connaître par son activisme agressif (révocation du directeur général de la bourse allemande, soutien de Mittal dans son OPA sur Arcelor, demande d'augmentation des dividendes d'un producteur d'électricité japonais, J-Power, procès contre le gouvernement indien, etc.). Depuis 2012, il ne soutient plus la fondation.

¹⁵⁷ Verdoes et Nijland, 2018. Selon l'arrêt : "*if a firm is connected to a company, the company's interest is, as a general rule, mainly determined by promoting the sustainable success of this firm*" (Dutch Supreme Court, 2014

En France, l'attention s'est portée sur les agences de conseil en vote et sur les OPA :

- L'Autorité des marchés financiers (AMF) a ébauché une réglementation du comportement des agences de conseil en vote dès 2011 en leur demandant, par voie de recommandation, d'améliorer les processus de communication avec les sociétés avant publication de leurs recommandations¹⁵⁸.
- Alors que loi de transposition de la directive de 2004 sur les OPA avait prévu d'adopter un système complexe interdisant, dans certains cas, aux sociétés de se défendre, le régime a été modifié par une loi de 2014 autorisant les sociétés à toujours se défendre¹⁵⁹, inversant ainsi la tendance précédente.

L'Allemagne s'est préoccupée du développement de l'activisme à la fin des années 2000 :

- Ainsi, elle a d'abord renforcé l'obligation de transparence des investisseurs, ce qui limite leur aptitude à avancer masqués : ils doivent déclarer le franchissement du seuil de 3% des droits de vote, ce qui est plus exigeant que ce que prévoit la Directive européenne en la matière (5%)¹⁶⁰.
- Puis, en 2015, elle a drastiquement augmenté les sanctions en cas de violation de ces obligations¹⁶¹. Financièrement, les amendes atteignent désormais 2 millions d'euros pour les personnes physiques et le maximum de 10 millions d'euros et 5% du chiffre d'affaires pour les personnes morales, ce à quoi s'ajoute la possibilité de demander deux fois le montant du profit indûment effectué. Par ailleurs, la violation conduit à une suspension automatique des droits de vote et des droits à dividendes.

C) La reconnaissance de la place des autres parties prenantes

Il est naturel de faire le lien entre système pluraliste, qui intègre des représentants des salariés dans les conseils, et défense des intérêts des autres parties prenantes, comme le montre Olivier Favereau dans la seconde partie de ce rapport (Favereau, 2019). S'il n'est pas possible de faire ici la liste complète des règles et pratiques en la matière, nous en donnerons quelques exemples, s'agissant des questions sociales et environnementales, de la sensibilité sociétale, des règles de responsabilité et du rôle des autorités publiques.

1) Les questions sociales et environnementales

Les systèmes pluralistes ont naturellement vocation à porter une attention particulière aux questions sociales et environnementales.

NJ 2014/286 (Cancun), paragraph 4.2.1). L'article 3 du code de 2003 a été remplacé par l'article 1.1.1 du code de 2016.

¹⁵⁸ Recommandation AMF N°2011-06 du 18 mars 2011

¹⁵⁹ Loi du 31 mars 2006 et loi du 29 mars 2014 (dite loi "Florange")

¹⁶⁰ Article 21 du Securities Trading Act (WpHG).

¹⁶¹ "Act Implementing the EU Transparency Directive Amending Directive (2013/50/EU), 1er octobre 2015

Ainsi, le système juridique *français* a pu se montrer précurseur dans sa prise en compte des parties prenantes. On peut en donner deux exemples :

- Le premier est une loi de 2001 sur le reporting extra-financier¹⁶², qui impose aux entreprises d'une certaine taille de collecter et de publier des informations sur « *la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité* ». L'information doit faire l'objet d'une appréciation par un tiers dit « indépendant »¹⁶³ et être comparable dans le temps ; en revanche, il n'existe pas de règles suffisantes d'harmonisation permettant de comparer les sociétés entre elles, ce qui limite l'intérêt du dispositif. Ce texte est précurseur, puisqu'il a ouvert la voie à une directive de 2014 qui en reprend l'esprit¹⁶⁴.
- Le second texte est une loi de 2017 sur le « devoir de vigilance »¹⁶⁵, votée à la quasi-unanimité des voix par l'Assemblée Nationale. Fondée sur une idée de responsabilité à l'égard des plus fragiles, elle exige des grandes sociétés *l'établissement* et *la mise en œuvre* d'un plan de vigilance portant non seulement sur les sociétés de leur groupe mais aussi sur les activités des sous-traitants ou fournisseurs avec lesquels est entretenue une relation commerciale établie. Ce texte n'a pas encore d'équivalent dans le droit européen ni dans les grands pays de l'OCDE¹⁶⁶.

Le plan comporte les mesures de vigilance raisonnable propres à identifier les risques et à prévenir les atteintes graves envers les droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes ainsi que l'environnement. Il comprend une cartographie des risques, des procédures d'évaluation régulière, des actions adaptées d'atténuation des risques ou de prévention des atteintes graves, un mécanisme d'alerte et de recueil des signalements, établi en concertation avec les organisations syndicales représentatives et un dispositif de suivi des mesures mises en œuvre et d'évaluation de leur efficacité. Le plan de vigilance et le compte rendu de sa mise en œuvre effective sont publiés avec le rapport annuel.

Faute de respecter ses obligations, une société peut non seulement se voir imposer de le faire par voie d'injonction, éventuellement assortie d'une astreinte financière par jour de retard, mais elle engage sa responsabilité et l'oblige à réparer le préjudice que l'exécution de ses obligations aurait permis d'éviter¹⁶⁷. Cette voie pourrait à l'avenir constituer un moyen de pression efficace pour s'assurer du bon respect de ces textes¹⁶⁸.

¹⁶² Loi NRE no 2001-420 du 15 mai 2001 modifiée par l'ordonnance no 2017-1180 du 19 juillet 2017

¹⁶³ Son statut est en réalité hybride : d'une part, il doit être choisi parmi des organismes accrédités, d'autre part, il est nommé par le directeur général et payé par la société.

¹⁶⁴ Dir. no 2014/95/UE

¹⁶⁵ Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017

¹⁶⁶ Le rapporteur de la proposition de loi, qui en est à l'origine, le député Dominique Potier, a mis en exergue du rapport introductif la phrase suivante : "*Nous sommes rendus responsables par le fragile. Or, que veut dire : rendus responsables ? Ceci : quand le fragile n'est pas quelque chose mais quelqu'un, comme ce sera le cas dans toutes les situations considérées — individus, groupes, communautés, humanité même — ce quelqu'un nous apparaît comme confié à nos soins, remis à notre charge*" (Paul Ricoeur, « Responsabilité et fragilité », conférence donnée à l'Association des étudiants protestants de Paris, 24 mars 1992) (Rapport n°2628 du 11 mars 2015). Sur le vote, cf. <http://www.assemblee-nationale.fr/14/cr/2016-2017/20170121.asp#P977447>.

¹⁶⁷ En revanche, l'amende prévue à l'origine par le texte a été annulée par le Conseil constitutionnel dans sa décision n° 2017-750 DC du 23 mars 2017.

¹⁶⁸ Il est notamment possible de s'appuyer sur l'interprétation donnée par la Commission européenne sur la notion d'« *information significative* » qui doit figurer dans le reporting extra-financier (Communication

Les *Pays-Bas* sont remarquables par l'importance du rôle joué par une association d'investisseurs socialement responsables, VBDO¹⁶⁹, qui use largement du droit de poser des questions pour exercer une pression sur les sociétés en matière sociale et environnementale (Lafarre et Van der Elst, 2018). Le code de gouvernement des entreprises inclut aussi les questions ESG (CDJ, 2018).

La *Suède* se distingue par le nombre de résolutions déposées en matière sociale et environnementale, qui représente environ les trois-quarts des résolutions déposées en Europe sur ces questions (Lafarre et Van der Elst, 2018).

En *Norvège*, le fond souverain, qui gère plus de 1.000 milliards d'euros, a depuis 2004 une politique ESG élaborée combinant intervention auprès des entreprises et exclusion du portefeuille des sociétés non conformes aux critères ESG qui ont été définis (Wirth, 2018).

On peut aussi noter que tous les pays à modèle pluraliste ont des mesures contraignantes en place pour imposer aux fonds de pension de prendre en compte la dimension ESG dans la gestion de leurs actifs (PRI et MSCI, 2016).

Enfin, une des caractéristiques que l'on trouve parfois dans le modèle continental (mais pas dans le modèle anglais) est le renforcement des capacités d'action des tiers envers la société en leur donnant, dans certaines circonstances, le droit d'agir directement contre les dirigeants. Il en va ainsi dans des pays comme le Danemark, la Finlande, la France, les Pays-Bas et la Suède (Gerner-Beuerle et al., 2013) ; plus précisément :

- En France, ce droit est ouvert si un dirigeant commet volontairement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal de ses fonctions (une « faute séparable » de ses fonctions)¹⁷⁰. Ainsi, par exemple, un dirigeant peut être personnellement responsable s'il a cédé la même créance à deux banques différentes ou s'il n'a pas informé un salarié que la voiture qu'il utilise n'est pas assurée.
- Aux Pays-Bas, une faute d'une gravité particulière (un « *reproche personnel sérieux* ») est aussi exigée. Elle est caractérisée si le dirigeant pouvait raisonnablement prévoir et prévenir le préjudice. La charge de la preuve revient au demandeur, sous réserve toutefois d'une faculté d'intervention sur décision du juge si ce dernier estime raisonnable et juste de le faire.

2) [La sensibilité sociétale](#)

La sensibilité sociétale des entreprises ne peut pas être simplement définie ni mesurée.

On peut toutefois noter que les pays qui ont de nombreuses fondations, comme l'*Allemagne*, le *Danemark* ou la *Suède*, combinent activité économique et activités philanthropiques.

2017/C215/01). Cette notion est définie par la directive comptable n° 2013/34 UE comme « *le statut d'une information dont on peut raisonnablement penser que l'omission ou l'inexactitude risque d'influencer les décisions que prennent les utilisateurs* ». Les « utilisateurs » dont les décisions ont été influencées par des informations inexacts ou manquantes pourraient donc trouver là un fondement à leur action.

¹⁶⁹ <http://www.vbdo.nl/en/>

¹⁷⁰ Cass. Com. 20.05.2003 n°851 : RJDA 8-9/03 n°842, p.717

Par ailleurs, les excès des rémunérations des dirigeants, comme leur absence de corrélation à toute préoccupation ESG, est dans quasiment tous les pays un sujet de préoccupation sociétale. A cet égard, il convient de relever que :

- En *Allemagne*, la rémunération des membres du directoire, qui est fixée par le conseil de surveillance¹⁷¹, doit être "raisonnable" eu égard au travail à effectuer et ne doit pas excéder les montants habituels en la matière. Les rémunérations variables doivent être étalées sur plusieurs années et les pensions versées par la société peuvent être révoquées dans les trois ans du départ du dirigeant. Toute rémunération devenue déraisonnable compte tenu de la situation de la société peut être réduite ou annulée. Dans les sociétés cotées, les rémunérations doivent en outre tendre à promouvoir le développement *soutenable* de l'entreprise (art. 87). Par ailleurs, les membres du conseil de surveillance ne peuvent se voir attribuer de stock-options ou d'instruments équivalents (HCJ, 2018). En pratique, l'Allemagne combine la loi et la pratique syndicale pour conduire les grandes entreprises à prendre en compte les exigences sociales et écologiques dans la détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants¹⁷².
- En *Suède*, la rémunération des dirigeants est une des moins élevées des pays de l'OCDE (OCDE, 2011b).
- Au *Danemark*, la rémunération ne doit pas excéder un montant considéré comme normal compte tenu des obligations et de la tâche du dirigeant, ainsi que de la position financière des dirigeants ; si la rémunération se révèle excessive, un remboursement peut être demandé ("*clawback*") (OCDE, 2011b).
- En *France*, la rémunération des membres du conseil d'administration a pu pendant longtemps comporter une part variable indexée sur les profits de la sociétés (les " tantièmes "). Cette faculté a été supprimée en 1975, ne laissant comme mode de rémunération des services des administrateurs que des rémunérations fixes et en espèces, les " jetons de présence ", sous peine de nullité¹⁷³. La rémunération dans les sociétés du CAC 40 est de l'ordre de 50.000 euros par mandat, ce qui est moins qu'au Royaume-Uni et aux Etats-Unis (IFA, 2018).

Le code de gouvernement d'entreprise en outre demande à ce qu'un représentant des salariés siège au comité des rémunérations¹⁷⁴. Le sens profond de cette règle est moins de donner aux salariés – en tant que tels – un droit de regard sur la rémunération de leurs dirigeants que d'en faire les porte-paroles de la société au sens large, qui demeure interrogative quant à la justification de l'explosion de ces rémunérations depuis 30 ans. La France se distingue en conséquence par la demande d'intégration de critères RSE dans la rémunération variable¹⁷⁵.

¹⁷¹ Depuis 2009, les actionnaires peuvent adopter une résolution sur le système de rémunération des membres du directoire mais ce vote sera dépourvu d'effets juridiques, n'entraînant ni droits ni obligations (art. 120).

¹⁷² Une réforme de 2009 a accru le contrôle du conseil de surveillance sur la rémunération des membres du directoire, ce dont les salariés, qui représentent le tiers ou la moitié du conseil de surveillance, se sont emparés pour inclure ces exigences (Thannisch, 2011).

¹⁷³ Loi n°75-1347 du 31 décembre 1975 ; cf. HCJ, 2018. Une rémunération variable ferait en outre perdre à l'administrateur sa qualité d'indépendant (art. 8.6 du code AFEP-MEDEF). Il est en revanche fréquent que les statuts demandent aux d'acheter des actions de la société, typiquement pour un montant correspondant à un an de jetons de présence ; ces "actions de garanties", rendues obligatoires par une loi de 1867, sont devenues facultatives en 2008.

¹⁷⁴ Code Afep-Medef, article 17.1. Sur la genèse de la règle, voir Simon, 2014.

¹⁷⁵ www.ifa-asso.com/fileadmin/user_upload/Etudes/ey-panorama-de-la-gouvernance-2018.pdf

III— LE TRAIT DISCRIMINANT DU MODELE PLURALISTE : LA CODETERMINATION

La codétermination au niveau de l'entreprise constitue une caractéristique constitutive du modèle pluraliste, en ce qu'il garantit la participation au pouvoir de toutes les parties constituantes : les salariés, comme les actionnaires, désignent des représentants au conseil d'administration ou de surveillance, lequel désigne les dirigeants.

En outre, il existe dans plusieurs pays pluralistes un dispositif qui n'existe quasiment nulle part ailleurs¹⁷⁶ : la codétermination au niveau des établissements, telle que mise en œuvre par les comités ou les conseils d'établissement ou d'entreprise.

Avant d'entrer dans le détail de ces deux types de codétermination, un indice permet de les resituer dans une analyse plus générale du pouvoir des salariés dans les entreprises¹⁷⁷. Le "European Participation Index" (Vitols, 2010)¹⁷⁸ combine ainsi trois facteurs, également pondérés : la participation sur le lieu de travail, la participation au conseil et la participation par la négociation collective (en se fondant sur la couverture par les conventions collectives et le taux d'adhésion aux syndicats). Une sélection des résultats est présentée ci-dessous, qui montre notamment la place dominante des pays nordiques (Danemark, Suède et Finlande), le bon positionnement des Pays-Bas, de la France, de l'Autriche et de l'Allemagne et le très bas niveau du Royaume-Uni.

European Participation Index (2010)					
Pays	EPI	Représentation sur le lieu de travail	Représentation au conseil	Couverture par les conventions collectives	Adhésion aux syndicats
Danemark	0,83	0,68	2	0,80	0,80
Suède	0,82	0,63	2	0,90	0,78
Finlande	0,81	0,6	2	0,90	0,74
Pays-Bas	0,67	0,45	2	0,89	0,22
France	0,67	0,5	2	0,93	0,08
Autriche	0,63	0,21	2	0,98	0,35
Allemagne	0,61	0,41	2	0,64	0,22
Espagne	0,50	0,52	1	0,82	0,16
Belgique	0,43	0,53	0	0,96	0,55
Italie	0,31	0,37	0	0,80	0,34
Royaume-Uni	0,16	0,17	0	0,34	0,28
(Source : Vitols, ETUI 2010)					
(Les colonnes indiquent successivement : la valeur de l'indice synthétique (maximum = 1) ; le pourcentage d'établissements couverts par une représentation formelle ; la force des droits de représentation au conseil ; le taux de couverture des salariés par les conventions collectives ; le taux d'adhésion des salariés aux syndicats).					

¹⁷⁶ La Belgique faisant exception.

¹⁷⁷ L'analyse porte sur les pays et non sur les salariés des groupes dont la société mère a son siège dans le pays étudié. Les salariés d'une filiale danoise d'un groupe allemand relèvent ainsi de l'analyse propre au Danemark.

¹⁷⁸ Notons que l'étude datant de 2010, certains facteurs devraient être mis à jour ; par exemple, le taux d'adhésion aux syndicats a baissé dans de nombreux pays. Une mise à jour a été apportée pour la France, en raison de la loi de 2013 généralisant la codétermination. Le tableau ne doit donc pas être analysé pour le détail des chiffres mais pour les grandes tendances qu'il indique.

Rappelons aussi que la codétermination ne concerne en général pas les salariés des filiales étrangères. Cependant, certains pays relevant du système pluraliste se caractérisent aussi par la propension de leurs entreprises multinationales à signer des accords-cadres internationaux ("ACI"), qui permettent aux salariés de filiales étrangères, voire de sous-traitants, de bénéficier de certains droits ou avantages négociés au niveau de la société-mère. Sur 300 accords signés par 170 groupes, 90 l'ont été par des entreprises françaises et 43 par des entreprises allemandes, les pays concernés étant ensuite, dans l'ordre, les Etats-Unis, la Suède, l'Italie et l'Espagne. Un autre décompte, portant sur 120 accords, donne des résultats similaires : 27 accords pour l'Allemagne, 24 pour la France, 12 pour l'Espagne, 10 pour la Suède, 7 pour l'Italie, 6 pour les Pays-Bas et 6 pour la Norvège (Moreau, 2017). On notera que les Etats-Unis brillent par leur faiblesse (notamment compte tenu de sa taille) et le Royaume-Uni par son absence.

A) La codétermination au niveau du conseil d'administration ou de surveillance

La codétermination¹⁷⁹ suscite depuis quelques années un intérêt renouvelé : en France, trois lois en six ans sont venues la renforcer, tandis que de nombreuses forces se mobilisaient pour aller plus loin, comme en témoigne un important appel de chercheurs et de responsables politiques en sa faveur (Collectif, 2017). En Europe, outre des marques d'intérêt des gouvernements italiens et britanniques, non suivies d'effets mais entièrement nouvelles, on peut noter un important appel signé en sa faveur par 1.000 personnes venant de tous les pays européens, dont de nombreux responsables politiques et universitaires de tous partis, ainsi que des responsables de la grande majorité des syndicats européens¹⁸⁰. Outre-Atlantique, son instauration est aussi demandée par plusieurs personnalités démocrates.

S'agissant plus particulièrement des pays pluralistes, ils ont tous recours à la codétermination, et ce de longue date : l'Allemagne et l'Autriche depuis l'immédiat après-guerre, les Pays-Bas et les pays scandinaves depuis les années 1970 (la Finlande rejoignant le groupe plus tardivement, en 1990), et enfin la France depuis l'immédiat après-guerre pour les entreprises publiques, les années 1980 pour les entreprises privatisées et les années 2010 pour les entreprises privées.

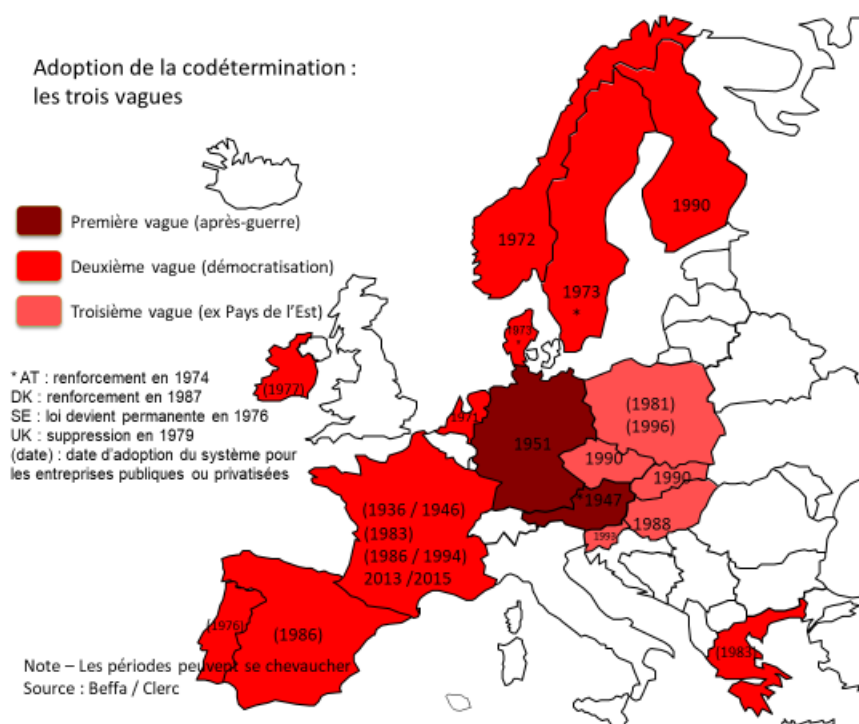
Ces pays font partie d'un ensemble plus vaste, comme le montre la carte ci-dessous (Beffa et Clerc, 2013), qui montre l'évolution dans les pays européens¹⁸¹ ; il en ressort qu'aujourd'hui 18 pays sur 28

¹⁷⁹ Sur le sujet, voir Beffa et Clerc (2013), les nombreux travaux d'Aline Conchon qui font autorité en la matière, et Favereau (2018) sur la codétermination comme mode normal du gouvernement d'entreprise. Sur la codétermination comme modèle européen, voir Clerc (2018c) et Rehfeldt (2018). Une analyse synthétique par pays se trouve notamment sur les sites worker-participation.eu et [oshwiki.eu/wiki/Worker_participation_-_\[nom_de_pays\]](http://oshwiki.eu/wiki/Worker_participation_-_[nom_de_pays]).

¹⁸⁰ La liste des signataires est disponible sur le site <http://european-appeal.org/>.

¹⁸¹ Il ressort de la carte que des pays supplémentaires, notamment en Europe centrale, pourraient appartenir au modèle pluraliste. Cela est possible ; le présent rapport s'est concentré sur quelques exemples bien étudiés par les chercheurs mais n'a pas vocation à établir une liste figée. En revanche, il ne semble pas possible d'inclure la Chine dans le groupe des pays pluralistes, bien qu'elle prévoie la désignation d'un tiers de représentants des salariés au conseil d'administration des sociétés d'Etat (article 67 de la Company Law of the People's Republic of China ; 60 millions de salariés seraient concernés selon Liao, 2009). Outre le fait que les sociétés privées ne sont pas concernées, l'effectivité du régime de codétermination est à prendre avec circonspection dès lors que la Chine fait partie du groupe des pays les moins bien classés en termes de droits des salariés par la Confédération Syndicale Internationale (ITUC, 2018). Pour bien comprendre le système de gouvernance dans chacun de ces pays et en tirer des conclusions définitives, une analyse approfondie est nécessaire.

appliquent un système plus ou moins étendu de codétermination, ce qui en fait véritablement le mode normal de gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne (Favereau, 2018).



Le régime de codétermination dans les pays pluralistes est cohérent avec un régime satisfaisant de protection des droits des salariés (ITUC, 2018).

Il fait aussi preuve d'une grande vigueur, comme en témoigne le fait que la grande majorité des salariés des grandes entreprises cotées travaillent dans des entreprises ayant des représentants désignés par les salariés. Les taux de couverture sont ainsi, par exemple, de 95% en Allemagne, 91% au Danemark, 89 % en Autriche, 84% en Suède et 74% en Norvège ; la proportion est plus faible en France (66%), mais le taux de couverture des salariés actionnaires est de 32% (les deux chiffres se recouvrant en partie)¹⁸².

Afin de bien comprendre la dynamique de la codétermination dans les pays pluralistes, nous allons rapidement retracer les conditions historiques de son émergence ; nous procéderons ensuite à la description du régime applicable dans chacun des pays.

¹⁸² Cf. FEAS (2017). L'analyse porte sur un échantillon de 2.402 grandes sociétés cotées dans 31 pays européens, couvrant 36 millions de salariés. Les pourcentages donnés correspondent, pour chaque pays, à la proportion de salariés couverts : par exemple, en Allemagne, 95% des salariés travaillant dans les sociétés de l'échantillon allemand désignent des représentants au conseil de surveillance.

1) Bref historique du développement de la codétermination

La codétermination est un modèle qui trouve sa source en France et en Allemagne et qui s'est ensuite étendu à la plupart des pays européens, notamment à la faveur des idées des années 1970 et de la chute du mur de Berlin.

a) Les fondements historiques du modèle : le rôle de la France et de l'Allemagne

L'histoire de la codétermination est ancienne. Ainsi, la Première Guerre mondiale a été l'occasion, tant en France qu'en Allemagne, de donner aux ouvriers des pouvoirs accrus ; cependant, avec la paix, ces dispositifs disparaissent, à l'exception, en France, de la « société anonyme à participation ouvrière » (SAPO), une forme sociale créée en 1917 qui permet un partage du pouvoir avec les salariés, dont l'existence, certes confidentielle, s'est perpétuée jusqu'à aujourd'hui. En Allemagne, en 1922, une loi prévoit qu'un ou deux membres des comités d'entreprise, créés deux ans plus tôt, sont envoyés au conseil de surveillance des sociétés pour y siéger (Page, 2011) ; ces règles seront toutefois rapidement emportées par les crises économiques et politiques. En France, enfin, la SNCF, créée en 1937, prévoit la présence à son conseil d'administration de cinq représentants des salariés nommés par décret sur proposition des organisations syndicales.

Toutefois, ce n'est qu'après la Seconde Guerre mondiale que la codétermination prendra vraiment son essor en France et en Allemagne.

b) L'essor des administrateurs salariés dans les sociétés nationalisées en France

L'implication des salariés dans la direction des entreprises puise sa source dans plusieurs courants de pensée. On trouve ainsi dans le Programme du Conseil national de la Résistance (article II - 5a) « *le droit d'accès, dans le cadre de l'entreprise, aux fonctions de direction et d'administration, pour les ouvriers possédant les qualifications nécessaires, et la participation des travailleurs à la direction de l'économie* ». Ce principe a été réaffirmé par la constitution du 27 octobre 1946, fondant la IV^e République, dont le préambule disposait que « *tout travailleur participe, par l'intermédiaire de ses délégués, à la détermination collective des conditions de travail ainsi qu'à la gestion des entreprises* ». L'idée a été mise en œuvre par le général de Gaulle dans l'ordonnance du 23 février 1945 instituant les comités d'entreprise, dont le préambule affirmait « *la nécessité d'associer les travailleurs à la gestion des entreprises et à la direction de l'économie* ». Ce texte a été complété en 1946 par l'instauration du principe selon lequel des membres du comité d'entreprise participeraient avec voix consultative au conseil d'administration. Quant aux syndicats, le principal d'entre eux, la CGT a fait état de son soutien à la présence d'administrateurs salariés dans les entreprises nationalisées (Conchon, 2009).

C'est dans ce cadre que les trois vagues de nationalisation de 1945, 1946 et 1948, portant notamment sur les houillères, Renault, la Banque de France et les quatre plus grandes banques françaises, le gaz et l'électricité ainsi que les onze plus importantes compagnies d'assurance, ont ouvert la voie à une représentation des salariés au conseil d'administration de ces entreprises selon des modalités déterminées au cas par cas. C'est ainsi que, par exemple, des représentants salariés ont pu être élus

au conseil d'Air France (CRMSI, 1985) ou que six représentants du personnel, choisis parmi les délégués du comité d'entreprise, ont pu être désignés au conseil d'administration de la Régie Renault par arrêté ministériel.

L'aboutissement de ce processus interviendra en 1983 avec la loi de démocratisation du service public qui adoptera des règles unifiées pour la présence d'administrateurs salariés dans les entreprises publiques, en prévoyant l'élection au conseil d'un tiers d'administrateurs salariés. Notons enfin que les privatisations de 1986 et 1993 ne remettront pas fondamentalement en cause le dispositif puisque la plupart des sociétés privatisées conserveront des administrateurs salariés.

c) La création de la codétermination dans les entreprises privées en Allemagne

En Allemagne, c'est dans l'immédiat après-guerre que naît un système complet et généralisé de codétermination dans les sociétés privées. Comme en France, il trouve sa source dans des courants de pensée différents, qu'il s'agisse des revendications des syndicats ou de l'influence de la doctrine sociale de l'Église. Mais c'est surtout l'occupation, dont la vigueur fait craindre aux dirigeants un démantèlement de l'industrie lourde, qui conduit à des expériences locales et spontanées d'instauration de la codétermination ; elles sont formellement reconnues dès 1948, dans la zone d'occupation britannique, par la loi alliée n°75.

Il revient ensuite aux chrétiens-démocrates, sous la direction de Konrad Adenauer, de faire voter les deux premières lois de la RFA sur la codétermination. La première d'entre elles, adoptée en 1951 par tous les partis politiques à l'exception des libéraux du FDP (Freie Demokratische Partei), est celle qui va le plus loin. Si son champ d'application est limité aux sociétés de plus de 1.000 salariés des secteurs du charbon et de la sidérurgie, elle prévoit une codétermination intégralement paritaire : les représentants au conseil de surveillance sont désignés pour moitié par les actionnaires et pour moitié par les salariés ; ils désignent ensemble le président du conseil de surveillance, qui n'est ni un actionnaire ni un salarié, et qui aura voix prépondérante en cas de partage. La loi donne en outre un droit spécifique aux représentants des salariés, sous la forme d'une faculté de veto sur la désignation du directeur du travail (qui est l'équivalent de notre DRH actuel). Enfin, deux à quatre représentants des salariés (selon la taille du conseil) peuvent être extérieurs à l'entreprise, c'est-à-dire, en pratique, provenir des syndicats (IG Metall et DGB).

La seconde loi, votée en 1952, étend la codétermination à l'ensemble des entreprises de plus de cinq cents salariés, sans limitation de secteur. Pour ces sociétés, les représentants des salariés représentent le tiers des membres du conseil de surveillance. Ils sont élus par les salariés dans le cadre d'un collège qui, depuis une révision de 2004, est un collège unique (sans distinction entre ouvriers et employés). L'élection de membres de syndicats externes à l'entreprise est aussi prévue.

Le système a été complété dans les années 1970. La demande, formulée à l'origine par les sociaux-démocrates et les syndicats, devient plus consensuelle après la remise en 1970 d'un rapport préparé par un universitaire conservateur, Kurt Biedenkopf, qui souligne le bilan largement positif de la codétermination (Giraud et al., 2007). C'est donc une coalition formée entre les sociaux-démocrates du SPD et les libéraux du FDP, menée d'abord par Willy Brandt puis par Helmut Schmidt, qui adopte une troisième loi, en 1976. Elle vient renforcer la codétermination en prévoyant une représentation paritaire pour toutes les sociétés de plus de 2.000 salariés, parité toutefois tempérée par un droit de vote prépondérant du président (nommé par les actionnaires) en cas de partage des voix.

d) *L'expansion européenne du modèle*

A compter des années 1970, la codétermination va dépasser le cadre des modèles français et allemand pour s'étendre à la plus grande partie de l'Europe. L'idée est alors profondément ancrée dans les mentalités, comme le montre le rôle moteur alors joué par la Commission européenne (Rehfeldt, 2018), qui, à travers deux projets de directive¹⁸³, a proposé la généralisation de la codétermination à l'ensemble de la Communauté :

- Le projet de règlement relatif à la société européenne, proposé en 1970, prévoyait un système dual avec directoire et conseil de surveillance, selon le modèle allemand. La participation des travailleurs se réalisait notamment par la participation de représentants des travailleurs (dont certains extérieurs à l'entreprise) au conseil de surveillance, pour un tiers au moins. Ce projet s'est heurté à des réactions hostiles des acteurs patronaux, qui ne voulaient pas de la participation à la gestion, mais aussi des acteurs syndicaux, les syndicats français, italiens et belges étant opposés à la codétermination et leurs homologues allemands revendiquant la parité.
- En outre, le projet de cinquième directive relative à la structure des sociétés, déposé en 1972, proposait de généraliser le système de codétermination à l'allemande, en imposant un système dual et une représentation des salariés au conseil de surveillance, à hauteur d'un tiers, pour toutes les sociétés de plus de 500 salariés.

C'est dans ce contexte que le système se propage rapidement dans toute l'Europe. Des lois sont ainsi adoptées aux Pays-Bas en 1971, en Norvège en 1972, au Danemark (qui rejoint la CEE en 1973) et en Suède en 1973, au Luxembourg en 1974, au Portugal en 1976 et en 1979, et en Irlande en 1977. En Autriche, le système, qui existe depuis 1947, est renforcé en 1974. Malte le met en place dans différentes sociétés publiques à compter de la seconde moitié des années 1970. Le Royaume-Uni réfléchit à la question en 1977 dans le cadre de la commission Bullock, mais le projet a été abandonné en 1979 avec le retour des conservateurs au pouvoir. Dans les années 1990, après la chute du Mur, ce sont les pays d'Europe centrale qui rejoindront le mouvement, l'influence prépondérante en matière de droit des sociétés étant alors l'Allemagne.

e) *La relance des années 2010*

Alors que la codétermination fait l'objet d'un regain d'intérêt dans les années 2010 au Royaume-Uni, en Italie et aux Etats-Unis, il revient à la France, par une loi adoptée en 2013, d'avoir généralisé la codétermination dans les grandes entreprises privées.

Cette loi est le résultat d'une évolution en profondeur intervenue à compter des années 2000 et qui a pris les formes suivantes :

- Les syndicats ont porté un intérêt croissant à la codétermination (Sauviat, 2009), que ce soit la CGT (CGT, 2007), la CFDT (CFDT, 2006 ; CFDT Cadres, 2007) ou la CGC, en créant des groupes de travail dédiés et en formulant des revendications précises en la matière (Conchon, 2009).
- Plusieurs prises de position importantes ont contribué à faire émerger le débat : l'Institut Français des Administrateurs a déclaré que les administrateurs salariés étaient « *un atout pour la gouvernance des entreprises françaises* » (IFA, 2006) ; un rapport gouvernemental publié en 2010 a recommandé de « *favoriser la présence d'administrateurs salariés dans les conseils*

¹⁸³ Ces projets ne seront finalement pas adoptés.

d'administration », en précisant que « *la présence d'administrateurs salariés appartenant à des organisations syndicales peut être un atout* » (Benhamou, 2010) ; et le *think tank* Terra Nova a demandé de « *prévoir que les représentants des salariés aux conseils d'administration ou de surveillance aient désormais voix délibérative, et soient désignés par les organisations syndicales représentatives et pour les holdings par le comité d'entreprise européen ou mondial* » (Terra Nova, 2011).

- Politiquement, plusieurs candidats aux élections présidentielles de 2012, de gauche, du centre et de droite, se sont montrés aussi favorables à la codétermination, dont les candidats écologiste (Eva Joly), centriste (François Bayrou), souverainiste (Nicolas Dupont-Aignan) et socialiste (François Hollande)¹⁸⁴.

La question a ensuite fait l'objet d'une impulsion décisive, portée notamment par un des dirigeants emblématiques des sociétés du CAC 40, Jean-Louis Beffa¹⁸⁵, et partagée par l'ancien président d'EADS, Louis Gallois¹⁸⁶.

C'est dans ce contexte porteur que l'introduction de la codétermination dans les grandes entreprises privées a fait l'objet d'un Accord National Interprofessionnel sur la compétitivité et la sécurisation de l'emploi, du 11 janvier 2013, signé par les principales organisations patronales (MEDEF, UPA et CGPME) ainsi que par les plus grandes organisations de salariés (CFDT, CFTC et CFE-CGC, étant précisé que la CGT, non signataire de l'accord, s'est déclarée publiquement favorable à la généralisation des administrateurs salariés dans les grandes entreprises).

2) Le régime de la codétermination dans les pays pluralistes

a) *Le modèle allemand*

En Allemagne, la codétermination est régie par trois lois, respectivement en date de 1951, 1952 et 1976.

La loi de 1951, qui couvre les secteurs-clefs, à l'époque, du charbon et de l'acier, est remarquable à trois égards :

- D'abord, elle prévoit une véritable parité entre capital et travail.

Dans le conseil de surveillance, le nombre de représentants des actionnaires et des salariés est identique et personne ne dispose de voix prépondérante en cas d'égalité des votes. Pour éviter les blocages, le conseil de surveillance désigne un président qui n'appartient à aucune des deux catégories : il s'agit d'un homme neutre, souvent un homme politique, un fonctionnaire ou un professeur d'université. Les représentants du capital et du travail sont condamnés à s'entendre

¹⁸⁴ Sa proposition numéro 55 précisait vouloir permettre « *la présence des représentants des salariés dans les conseils d'administration et dans les comités de rémunération des grandes entreprises* » (« Mes 60 engagements pour la France »).

¹⁸⁵ Les réflexions ayant conduit à cet engagement sont publiées en 2013 dans un ouvrage, coécrit avec l'auteur du présent rapport, qui demande l'introduction d'administrateurs salariés dans les grandes entreprises, en montrant que le système existe de longue date et est majoritaire en Europe (Beffa et Clerc, 2013), alors que la codétermination était jusque-là perçue, à tort, comme un "système allemand".

¹⁸⁶ Le rapport qu'il publie à la demande du gouvernement relève l'impact positif de la codétermination sur la compétitivité et demande donc sa généralisation aux grandes entreprises françaises, en prévoyant notamment quatre administrateurs salariés dans la limite du tiers des sièges (Gallois, 2012).

sur le choix de cette personnalité, car, en cas de désaccord, aucun mécanisme simple permet de débloquer la situation ; seul le recours à la justice serait possible, ce qui ne constitue une option raisonnable pour personne. Au demeurant, depuis que le système existe, aucun blocage n'a jamais été constaté à ce niveau. La parité a une conséquence importante : les membres du directoire doivent recueillir les votes des représentants des salariés et des actionnaires ; à défaut, c'est le président « neutre » qui tranche.

- Ensuite, elle reconnaît le rôle essentiel du directeur du personnel. Ce dernier est membre du directoire, ce qui le place au cœur du pouvoir au sein de l'entreprise, à l'égal, par exemple, du directeur financier. Au surplus, afin qu'il joue pleinement son rôle de médiation entre employeur et salariés, sa désignation doit être approuvée par les représentants salariés au sein du conseil de surveillance, qui disposent ainsi d'un véritable droit de veto.
- Enfin, le rôle des syndicats est pleinement reconnu. Techniquement, sur un conseil de onze membres, les cinq représentants salariés au conseil sont proposés par le comité d'entreprise et élus par l'assemblée générale des actionnaires (laquelle doit voter pour les candidats ainsi présentés, sa compétence étant liée). Sur ces cinq candidats, deux doivent avoir reçu l'approbation préalable des syndicats et peuvent être extérieurs à l'entreprise, c'est-à-dire, en pratique, provenir de l'Industrie Gewerkschaft Metall (IG Metall) et du DGB (si le conseil compte 15 ou 21 membres, le nombre de représentants externes passe à 3 ou 4, respectivement). En général, les trois autres membres sont aussi membres des syndicats, mais ils appartiennent à l'entreprise. Il existe ainsi un mélange entre ceux qui, provenant de l'intérieur de l'entreprise, peuvent faire remonter toute information utile au niveau du conseil de surveillance, et ceux qui, choisis parmi les plus aptes des syndicalistes pour ces fonctions importantes, peuvent faire bénéficier l'entreprise de leurs compétences et de leur expérience.

Cette loi, qui constitue le modèle de codétermination le plus abouti, est de l'avis général considérée comme un succès.

La loi de 1952, révisée en 2004, présente un bilan contrasté :

- Son champ d'application est assez large, puisqu'elle porte sur toutes les entreprises de plus de 500 salariés, soit, aujourd'hui, environ 3500 entreprises.
- Cependant, elle prévoit que le conseil de surveillance comporte seulement un tiers de représentants salariés. Ces derniers sont élus par les salariés de l'entreprise sur la base d'un collège unique - aucun collège cadres n'est prévu et les collèges « col blanc / col bleu » instaurés en 1952 ont été abolis en 2004 à la demande des syndicats. L'élection de membres de syndicats externes à l'entreprise n'est possible que s'il y a au moins trois représentants salariés élus, c'est-à-dire au moins un total de neuf membres au conseil de surveillance. Les autres représentants sont le plus souvent issus des syndicats, mais sont des salariés de l'entreprise.

La loi de 1976 renforce le principe de codétermination en adoptant une voie médiane entre les lois de 1951 et 1952. En effet :

- D'abord, elle prévoit une parité formelle entre capital et travail : au niveau du conseil de surveillance, le nombre de représentants des actionnaires et des salariés est identique. Le président du conseil de surveillance est désigné par les représentants des actionnaires et le vice-président par les représentants salariés. Cependant, en cas d'égalité des voix, il faut procéder à un nouveau vote au cours duquel le président dispose d'une voix prépondérante.
- Ensuite, pour favoriser l'émergence d'un consensus, une procédure spéciale s'applique pour la désignation des membres du directoire (auquel appartient le directeur du personnel). Un premier vote est organisé au conseil de surveillance : il requiert la majorité des deux tiers, ce qui donne *de facto* un droit de veto aux représentants salariés. En l'absence d'accord, un second vote est organisé à la majorité simple, ce qui maintient un droit de veto des salariés

s'ils demeurent unis. Ce vote ne peut avoir lieu qu'après un délai d'un mois, ce qui permet de donner du temps à la discussion et à la recherche de solutions. Si ce vote n'est pas conclusif, un troisième vote est organisé, au cours duquel le président du conseil de surveillance a une voix prépondérante.

- Par ailleurs, la loi de 1976 prévoit une représentation spécifique pour les cadres dirigeants. À cet effet, l'assemblée des cadres dirigeants désigne au moins deux candidats dans le cadre d'une consultation écrite, les salariés devant en choisir un lors de l'élection des représentants salariés. Dans l'exemple d'une entreprise de plus de 20.000 salariés, il y a ainsi vingt membres du conseil de surveillance, dont dix représentants salariés, parmi lesquels trois sont proposés par les syndicats et un par les cadres. Ce régime s'applique à toutes les entreprises de plus de 2000 salariés, soit, en 2004, environ 760 entreprises.
- Enfin, le rôle des syndicats est reconnu. Dans les entreprises de plus de 20.000 salariés par exemple, sur 10 représentants salariés, trois doivent avoir été présentés par les syndicats, qui peuvent désigner des candidats extérieurs à l'entreprise¹⁸⁷. Les fédérations syndicales doivent désigner plus de candidats que de postes à pourvoir, le choix entre ces candidats étant soumis au vote des salariés. Dans la pratique, les autres candidats proviennent aussi des syndicats, mais ils doivent être membres de l'entreprise.

Pour être complet, il convient de noter les quatre traits communs aux trois régimes de 1951, 1952 et 1976 :

- La détermination des seuils se calcule en prenant en compte tous les salariés de la société concernée et des filiales qu'elle contrôle. La notion de contrôle est celle, assez intuitive, d'une détention de plus de 50% des actions, sauf pour la loi de 1952 où une définition plus restrictive a été adoptée - dans ce dernier cas, seules sont prises en compte les filiales ayant conclu un accord de domination avec la société mère. Dans un groupe de grande taille, la codétermination s'applique ainsi, de façon cumulative, dans la holding de tête, dans les holdings intermédiaires et dans les sociétés opérationnelles, le calcul des seuils prenant en compte, pour chacune d'elles, le nombre de ses salariés et celui de ses filiales.
- Le système fonctionne parce que les pouvoirs du conseil de surveillance sont habituellement assez importants. Ils comprennent la désignation des membres du directoire, la revue des comptes et, de façon générale, la supervision du directoire. En outre, chaque conseil de surveillance peut fixer une liste de décisions (un catalogue) qui relèvent de son autorisation - par exemple, la fermeture de sites, les principaux investissements et les restructurations significatives. Bien évidemment, le rôle des représentants salariés est d'autant plus important que le catalogue est fourni. Pour comprendre l'architecture générale du pouvoir, notons enfin que si le conseil de surveillance n'approuve pas une décision du directoire, il peut être déjugé par l'assemblée des actionnaires statuant à la majorité des trois quarts.
- La formation des représentants salariés est un des éléments essentiels du dispositif. Elle est prévue dans son principe dans la loi, même si les détails ne sont pas précisés. En pratique, elle est assurée par la fondation Hans Böckler, qui est financée par l'obligation faite aux représentants salariés soutenus par les syndicats de reverser à la fondation l'essentiel de la rémunération de leur fonction de représentants salariés.
- Les représentants salariés, comme les autres membres du conseil de surveillance, sont tenus à des règles de confidentialité, étant précisé qu'est confidentielle toute information dont la

¹⁸⁷ Le nombre de candidats des syndicats tombe à deux pour les entreprises plus petites : cela est vrai pour les effectifs compris entre 10.000 et 20.000 salariés, dont le conseil de surveillance compte 16 membres, comme pour les entreprises de moins de 10.000 salariés, dont le conseil compte douze membres.

divulgaration risquerait de porter préjudice à la société. Le respect des règles de confidentialité est en général d'autant plus facile pour les représentants salariés que les sujets les plus sensibles de leur point de vue - comme les restructurations, les licenciements ou les fermetures de sites - doivent faire l'objet d'une information préalable du comité d'entreprise, ce qui les rend publiques. En conséquence, cette règle est bien respectée et les rares contentieux se résolvent en général par la démission des fautifs.

En définitive, le système allemand paraît fonctionner plutôt bien. L'étude de Paster (2011) confirme sa bonne acceptation par les dirigeants. Il bénéficie d'un assez large soutien populaire qui rend difficile sa remise en cause. La dernière tentative remonte à 2006, quand, à l'instigation du patronat allemand (le BDI), le gouvernement a demandé une évaluation du système. La commission, présidée par M. Biedenkopf, a conclu à l'absence de nécessité de réviser la loi, et ce malgré l'opposition des membres de la commission provenant du BDI. Le gouvernement a déclaré son attachement au système et a décidé de le conserver.

Les lois allemandes sur la codétermination peuvent se résumer comme suit :

Les trois lois allemandes sur la codétermination			
	Loi 1951	Loi 1952	Loi 1976 Loi 1976
Champ d'application	Salariés > 1000 Charbon et acier 30 entreprises	Salariés > 500 Tous secteurs 3500 entreprises	Salariés > 2000 Tous secteurs 760 entreprises
Représentation et pouvoirs	Vraie parité : - 50/50 - Président neutre Droit de veto sur le DRH	Représentation : 1/3	Fausse parité : - 50/50 - Président désigné par les actionnaires Élections du directoire : 3 étapes (consensus)
Désignation	Proposition CE Veto syndical sur 2 membres Élection par l'AGO	Élection par les salariés Collège unique	Élection par les salariés Un représentant des cadres dirigeants
Membres externes à l'entreprise (syndicats)	2 membres externes	Membre externe s'il y a au moins trois représentants salariés	Membres externes : 2 (salariés < 20 000) ou 3 sinon

b) La déclinaison autrichienne

La codétermination autrichienne constitue un point de comparaison avec le cas allemand. Sa conception est elle aussi ancienne : après la création des comités d'entreprise en 1919, une première loi de 1947 avait prévu la désignation de deux représentants des salariés dans les conseils de surveillance. Le système actuel, qui date de 1974, est plus complet :

- Les seuils d'application sont faibles, puisque toutes les sociétés anonymes et entreprises publiques sont concernées, un seuil limité de 300 salariés n'étant applicable qu'aux SARL. Au total, environ 15% des salariés sont concernés, soit 400.000 personnes dans 1500 entreprises.
- Une représentation d'un tiers a été prévue, cette représentation du tiers s'appliquant aussi aux comités du conseil de surveillance.
- Les représentants salariés bénéficient en outre d'une protection spéciale contre la discrimination et le licenciement. Enfin, si l'obligation de confidentialité existe, elle ne fait pas

obstacle au droit des représentants de transmettre une certaine quantité d'information, sous couvert de confidentialité, pour la bonne exécution de leur mandat.

c) La France

Rappelons d'abord que, depuis 1946, la loi française prévoit la présence de deux ou quatre membres du comité d'entreprise (désormais appelé "Conseil social et économique", ou CSE) au conseil d'administration, mais seulement à titre consultatif, et que le régime instauré en 1946 et renforcé en 1983, prévoyant un tiers d'administrateurs salariés au conseil, s'applique toujours aux entreprises publiques.

La loi de 2013 prévoyait la représentation des salariés aux conseils d'administration ou de surveillance des entreprises employant au moins 10.000 salariés dans le monde ou 5.000 sur le territoire français ; une loi de 2015 a abaissé ces seuils à 5.000 et 1.000 salariés respectivement. Le nombre des administrateurs représentant les salariés doit être au moins égal à deux dans les sociétés dont le nombre d'administrateurs est supérieur à douze et au moins égal à un s'il est égal ou inférieur à douze ; un projet de loi en cours d'adoption prévoit de baisser le seuil de douze à huit et d'étendre le système aux mutuelles.

Il revient aux statuts, adoptés à la majorité des deux tiers des voix des actionnaires, de choisir le mode de désignation des administrateurs salariés entre quatre options :

- Organisation d'une élection auprès des salariés de la société et de ses filiales, directes ou indirectes ;
- Désignation, selon le cas, par le comité de groupe, le comité central d'entreprise ou le comité d'entreprise ;
- Désignation par l'organisation syndicale ayant obtenu le plus de suffrages lors des élections du comité d'entreprise (ou par chacune des deux organisations syndicales ayant obtenu le plus de suffrages lorsque deux membres sont à désigner) ; et
- Une combinaison des trois options précédentes plus, lorsqu'au moins deux membres sont à désigner, la désignation de l'un des membres par le comité d'entreprise européen ou, pour les sociétés européennes, par l'organe de représentation des salariés.

La grande majorité des sociétés a choisi la seconde option.

Après des réticences initiales de la part de certains dirigeants, les administrateurs salariés paraissent bien acceptés par les sociétés (Clerc et Marbois, 2015). En conséquence, une loi en cours d'adoption prévoit de renforcer le dispositif en augmentant le nombre d'heures de formation des administrateurs salariés et en comblant quelques lacunes législatives qui autorisaient jusqu'ici les mutuelles et certaines sociétés holdings à ne pas appliquer le régime de la codétermination.

d) Les Pays-Bas

Le système néerlandais est original en ce qu'il donne un pouvoir de désignation aux salariés tout en leur interdisant d'être nommés au conseil.

Le droit de représentation s'applique dans les sociétés dont le capital social est supérieur à 16 millions d'euros et qui emploient plus de 100 personnes aux Pays-Bas. Les sociétés holding dont l'essentiel des salariés se trouve à l'extérieur des Pays-Bas sont exemptées de ce régime.

Le processus est le suivant :

- Le comité d'entreprise propose la désignation d'un tiers des membres du conseil de surveillance.
- Les candidats proposés ne peuvent être ni des salariés de l'entreprise ni des membres d'un syndicat partie à une convention collective applicable à celle-ci.
- Le conseil de surveillance doit accepter cette proposition sauf s'il a des raisons valables de s'y opposer, comme le manque de qualification du candidat.
- En cas de refus du conseil de surveillance, et faute d'accord amiable avec le comité d'entreprise, la Chambre des Entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam est compétente pour trancher le litige.
- Les candidats approuvés par le conseil de surveillance sont proposés au vote des actionnaires (en même temps que les candidats devant représenter les actionnaires). Si les actionnaires n'approuvent pas lesdits candidats, ils ne peuvent désigner leurs propres candidats. La procédure doit alors être recommencée.

Les représentants des salariés sont ainsi, en général, des professeurs, des personnes travaillant dans les ressources humaines ou dans le secteur associatif ou parfois d'anciens syndicalistes.

Il est possible de modifier ce dispositif par voie d'accord approuvé par les actionnaires, le conseil de surveillance et le comité d'entreprise. Toutefois, le droit des actionnaires de refuser les candidats proposés ne peut être supprimé.

e) Les pays nordiques

Les pays nordiques font partie pour l'essentiel de la deuxième vague d'instauration du régime de participation salariée. Il convient pourtant de bien différencier les pays.

Le *Danemark* a le système le plus ancien et le plus solide : après avoir établi, dès 1947, des Comités de Coopération Conjointe, composés paritairement, qui traitent de nombreux sujets (à l'exclusion de ceux qui sont couverts par les conventions collectives), comme l'information sur les opérations, les conditions de travail, l'emploi, les restructurations, il a adopté en 1973 le principe de la participation salariée pour les entreprises de plus de 50 salariés, et ce avec le soutien des syndicats et du patronat. Le système a été étendu en 1987, avec la réduction du seuil à 35 salariés.

En *Suède*, bien que la loi date aussi de 1973, la forte opposition patronale n'a rendu son application possible, en pratique, qu'à partir de 1982.

Entre ces deux situations extrêmes, l'on trouve la *Norvège*, dont la loi, qui date de 1972, a fait suite aux mouvements sociaux ayant eu lieu consécutivement à un accident de grande ampleur et la *Finlande*, qui n'a adopté le système qu'en 1990, à l'instigation de la coalition rouge - bleue regroupant le centre droit et les sociaux-démocrates.

Les systèmes nordiques sont caractérisés par des seuils bas : 25 salariés en Suède, 30 en Norvège, 35 au Danemark et 150 en Finlande.

Dans tous ces pays, sauf la *Suède*, une demande initiale est nécessaire pour que des salariés soient élus au conseil, mais le fort niveau de syndicalisation fait que, en pratique et sauf pour les plus petites sociétés, cette exigence n'est pas un obstacle au développement du système. Ainsi :

- Au *Danemark*, les salariés doivent demander l'organisation de la désignation de représentants. La demande doit être formulée par la majorité des membres du comité d'entreprise, par une organisation représentant au moins 10% des salariés ou par 10% des salariés, et doit être votée par plus de la moitié d'entre eux. Ce système peut sembler restrictif, mais, au total, 60 % des salariés travaillent dans des entreprises disposant de ce mécanisme de représentation. Cela concerne deux tiers des sociétés ayant plus de 200 salariés et un cinquième des entreprises ayant moins de 200 salariés.
- En *Finlande*, il appartient à la société de négocier un accord de mise en œuvre qui doit en particulier préciser à quel niveau les représentants salariés doivent être représentés. Ce niveau peut être le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou le directoire. À défaut d'accord, et si les représentants de deux groupes de salariés le demandent, les salariés doivent être représentés mais c'est la direction qui décide du niveau auquel la représentation a lieu. Il est toutefois important de noter que les seuls représentants des ouvriers ou des employés ne peuvent suffire à exiger la mise en œuvre de la loi puisqu'il faut que deux groupes - représentant plus de 50% des salariés - soient impliqués ; l'opposition des représentants des cadres peut donc suffire à mettre en échec l'application de la loi. Malgré cela, la moitié des sociétés ayant entre 150 et 200 salariés ont des représentants salariés ainsi que les deux tiers des sociétés ayant plus de 200 salariés.
- En *Norvège*, le système est mis en place sur demande de plus de la moitié des salariés. Ce mécanisme n'empêche pas qu'il y ait un taux de réalisation assez élevé, notamment dans les plus grandes entreprises : un tiers des entreprises ayant entre 30 et 50 salariés ont des représentants salariés et les deux tiers de celles qui ont plus de 50 salariés.

Les principaux traits de la représentation dans les pays nordiques sont ainsi les suivants :

Synthèse sur les pays nordiques				
	Danemark	Suède	Norvège	Finlande
Dates	Prémisses : 1947 Début : 1973 Extension : 1987	Début : 1973 Début effectif : 1982	Début : 1972	Prémisses : 1979 Début : 1990
Seuils de salariés	35	25 / 1000	30 / 50	150
Demande initiale	Demande : CE ou 10% des salariés Puis vote	Non	Demande : moitié des salariés	Demande : deux groupes de salariés représentant plus de 50%
Couverture (en % des entreprises concernées)	[35 - 200] S : 20% > 200 S : 2/3	Sociétés industrielles : 3/4	[30 - 50] S : 1/3 > 50 S : 2/3	[150 - 200] S : 50% > 200 S : 2/3.
Nombre de représentants	Un tiers (2 minimum)	[25 - 1000] S : 2 > 1000 S : 3	[30 - 50] S : 1 > 50 S : un tiers	20% maxi

3) Tableaux de synthèse sur la codétermination dans les pays pluralistes

Afin de mettre en perspective la variété des solutions retenue dans les pays pluralistes, les deux tableaux suivants décrivent la proportion d'administrateurs dans les entreprises privées et leurs modalités de désignation :

Proportion d'administrateurs salariés dans les entreprises privées			
	Moitié	Tiers	Moins du tiers
Pays germanophones	Allemagne (plus de 2000 salariés)	Allemagne (entre 500 et 2000 salariés), Autriche, Luxembourg	
Pays nordiques		Danemark (2 rep. minimum), Norvège (1/3 à partir de 50 salariés)	Suède (2 membres si moins de 1000 salariés, 3 au-delà), Finlande (20% maximum), <i>Norvège (1 membre entre 30 et 49 salariés)</i>
Europe centrale		Hongrie, République tchèque, Slovaquie Slovénie (entre 1/3 et 1/2)	
Autres		Pays-Bas	France (1 ou 2 membres)

Modalités de désignation des représentants salariés			
	Désignation par les syndicats	Désignation par les comités d'entreprise	Élections par les salariés
Représentants internes à l'entreprise	Suède	Autriche, Hongrie et Slovénie / Luxembourg (hors sidérurgie)	Danemark, Norvège / Slovaquie / Irlande, Portugal, Grèce / France
Places réservées à des représentants externes à l'entreprise	Allemagne (loi de 1951), Luxembourg (sidérurgie), Espagne (entreprises publiques)	Allemagne (loi de 1951)	Allemagne : loi de 1952 au-delà d'un certain seuil et loi de 1976
Représentants externes autorisés	Suède : loi ambiguë ; peu fréquent		République tchèque, Pologne
Particularités	Ratification par les actionnaires : Hongrie, Pays-Bas, Allemagne (loi de 1951) Procédure négociée : Finlande		

Pour conclure sur la codétermination au niveau du conseil, précisons la position des syndicats européens. Si certains d'entre eux ont pu avoir dans le passé des hésitations quant au bien-fondé de la codétermination, ils ont évolué en faveur de celle-ci (Kowalsky, 2015) et ont tous pris position en faveur du dispositif, ce qui a conduit la Confédération européenne des syndicats (CES), agissant sur la base de l'unanimité, à demander l'introduction obligatoire dans l'Union européenne de la codétermination pour toutes les sociétés qui utilisent un droit européen, comme la directive sur les

sociétés européennes ou celle sur les fusions transfrontalières. Dans les sociétés ayant entre 50 et 250 salariés, deux ou trois représentants des salariés seraient désignés ; entre 250 et 1.000 salariés, la proportion serait portée au tiers et au-dessus une participation paritaire serait instaurée. Ce positionnement favorable est confirmé par l'appel européen que la grande majorité des dirigeants de syndicats européens a signé et qui demande la généralisation de la codétermination en Europe¹⁸⁸.

B) La codétermination au niveau du conseil d'établissement

La codétermination au niveau de l'établissement donne aux comités d'établissements des pouvoirs significatifs qui, allant au-delà des droits d'information et de consultation, peuvent aller jusqu'à la codécision. Ce système est pour l'essentiel l'apanage des pays à modèle pluraliste, la Belgique faisant exception¹⁸⁹. Il est particulièrement vigoureux en Allemagne et aux Pays-Bas, tout en existant, sur un mode mineur, dans d'autres pays.

1) L'Allemagne

En Allemagne¹⁹⁰, les pouvoirs des salariés s'exercent dans un cadre structuré : leurs droits collectifs se placent sous l'égide de l'application de la théorie de l'"autonomie collective"¹⁹¹, qui vise à permettre à des syndicats "puissants socialement" de compenser le déséquilibre intrinsèque au contrat de

¹⁸⁸ european-appeal.org

¹⁸⁹ En Belgique, le conseil d'entreprise dispose de droits de codétermination dans les domaines suivants (article 15 de la loi du 20 septembre 1948 portant organisation de l'économie) : (i) établissement ou modification du règlement intérieur, qui comprend des sujets importants comme les horaires de travail, la durée et les modalités d'attribution des vacances et les règles relatives à la surveillance et au contrôle des prestations de travail ; ainsi l'instauration et la modification du "règlement de travail" doit être décidée à l'unanimité du conseil d'entreprise, qui comprend des représentants salariés (la majorité) et des représentants des employeurs, étant précisé qu'en cas de désaccord, et après échec de diverses procédures de médiation, la décision est prise par un comité paritaire statuant à la majorité des trois-quarts (loi du 8 avril 1965 sur l'instauration d'un règlement de travail, modifiée ; CSC 2017) ; (ii) nomination du réviseur d'entreprises, qui exerce les fonctions d'audit comptable externe : la majorité des représentants salariés au conseil d'entreprise doivent approuver la proposition de nomination formulée par la direction, avant approbation finale par l'assemblée des actionnaires ; à défaut d'approbation par les représentants salariés, le réviseur est nommé par le président du tribunal de commerce sur simple requête de tout intéressé (CGSLB, 2016 et article 156 du code des sociétés belge) ; et (iii) critères généraux applicables aux licenciements et aux embauches. Le conseil d'entreprise se prononce sur la détermination de critères généraux à suivre lorsque des licenciements ou des embauches collectives sont effectués, en tenant compte tant de l'intérêt de l'entreprise que de l'intérêt des travailleurs : ne sont donc pas visés les critères particuliers ou individuels de licenciement ou d'embauche (CGSLB, 2016).

¹⁹⁰ Sur toute cette partie, voir Binkert et Remy, 2017.

¹⁹¹ Cette notion est issue d'une interprétation jurisprudentielle de l'article 9, alinéa 3, de la loi fondamentale allemande, qui dispose : "*Le droit de fonder des associations pour la sauvegarde et l'amélioration des conditions de travail et des conditions économiques est garanti à tous et dans toutes les professions. Les conventions qui limitent ou tendent à entraver ce droit sont nulles et les mesures prises en ce sens sont illégales*" (traduction du Bundestag). Sur l'ensemble de la question de la codétermination dans les comités d'établissement, voir Rémy (2015) dont les développements ci-après s'inspirent dans une large mesure.

travail¹⁹². Ils peuvent à cet effet négocier des conventions collectives de branche¹⁹³, au besoin en faisant grève¹⁹⁴. C'est dans le respect de ces conventions collectives que s'exerce un des pouvoirs les plus forts des salariés allemands, à savoir la codétermination au niveau des conseils d'établissement.

Ces conseils, dont l'origine est ancienne (Zielinsky et Cette, 2012), sont régis par une loi remontant à 1952. Ils rassemblent des représentants élus des salariés, à l'exclusion de toute présence de représentants de la direction de l'entreprise. Ils peuvent être créés dans toutes les entreprises ayant au moins cinq salariés et sont présents dans 90% des entreprises de plus de 500 salariés (Sick, 2013). Leur rôle est essentiel puisqu'il n'existe aucune structure pour les représentants syndicaux officiels dans les entreprises – les négociations portant sur le salaire ou le temps de travail, réservées aux syndicats en application de la théorie de l'autonomie collective, s'effectuant au niveau des branches. La présence syndicale s'effectue donc largement via les conseils d'entreprise, dont 67% des élus appartiennent à la Confédération des syndicats (le DGB). Les échanges qui y ont lieu doivent se conformer au principe de "*confiance mutuelle*" et de "*coopération [...] pour le bien des salariés et de l'établissement*", et les négociations être menées "*avec la volonté sérieuse d'aboutir*" et sans recours à la grève¹⁹⁵.

Les conseils d'établissement sont compétents pour conclure des accords d'entreprise. En matière de codétermination, leurs droits s'échelonnent selon leur importance en droits d'information, de consultation, de négociation, d'opposition et de codétermination proprement dite. Ainsi :

- Au niveau le plus élevé, celui de la *codétermination*, les décisions sont prises conjointement par l'employeur et le conseil d'établissement. Chaque partie a l'initiative des discussions et, en cas de désaccord, chacune d'entre elles peut saisir un comité de conciliation dont la décision s'imposera aux parties. Le comité est composé de deux représentants désignés par chacune des parties et par un président neutre désigné d'un commun accord, ou, à défaut, par le tribunal du travail. Les frais de fonctionnement du comité sont à la charge de l'entreprise.
- Si la codétermination est le droit le plus fort, les autres niveaux ne sont pas dénués d'intérêt : il en est ainsi par exemple du *droit d'opposition*, qui permet dans certains domaines d'obtenir la suspension automatique et immédiate d'une décision, au motif de son illégalité, dans l'attente d'une décision judiciaire.

Sur le fond, les conseils d'établissement disposent de droits portant sur des questions relevant des matières "*sociales*", "*économiques*" et "*de politique du personnel*".

Les droits de codétermination *en matière sociale* couvrent notamment :

- La rémunération : les méthodes de rémunération ou l'équité salariale (comme la répartition des primes).

¹⁹² Notons que les syndicats n'avaient traditionnellement pas besoin d'être "représentatifs" pour pouvoir négocier ; toutefois, une loi de 2015 vient tempérer ce principe, puisqu'en cas de pluralité de conventions collectives dans un établissement, elle fait primer celle qui a été conclue par le syndicat ayant le plus de membres dans l'établissement. Les conventions collectives ne couvrent que les membres du syndicat, même si, le plus souvent, par application des contrats individuels de travail ou par l'effet d'une extension ministérielle, l'ensemble des salariés finit par bénéficier des stipulations conventionnelles.

¹⁹³ Le niveau national interprofessionnel est en pratique absent.

¹⁹⁴ Le droit de grève est protégé par la loi fondamentale, mais il ne peut s'exercer que dans le but d'obtenir des concessions s'inscrivant dans le champ de la négociation collective. Pendant la durée de l'accord, la grève n'est pas possible sur les sujets qu'il régit, en vertu du principe de "*l'obligation implicite de paix sociale relative*".

¹⁹⁵ Articles 2 (1) et 74 (1) et (2) de la loi sur les conseils d'établissement du 25 septembre 2001.

- Le temps de travail : le chômage partiel, les heures supplémentaires, les horaires journaliers, les pauses, les plans des congés et dans certains cas les congés individuels.
- Les règles de prévention des accidents du travail et des maladies professionnelles ; en particulier, toute mesure appropriée en cas de changement des conditions de travail en violation flagrante des principes ergonomiques relevant de l'adaptation du travail aux besoins humains.
- Les questions d'ordre et de discipline.

Sur ces questions, le pouvoir de codétermination est entier. Le conseil d'établissement pourra par exemple proposer la mise en œuvre de mesures de *chômage partiel* ; en cas de désaccord de l'employeur, la décision sera soumise à arbitrage. Salariés et employeurs sont donc à égalité dans l'initiative comme dans la décision.

Les droits de codétermination et d'opposition *en matière de politique du personnel* s'appliquent notamment aux domaines suivants :

- Les directives de choix en matière d'embauche, de changement d'affectation et de licenciement bénéficient d'un pouvoir de codécision.
- La mise en œuvre de la formation, et notamment le choix des personnes dispensant la formation, relève du droit d'opposition.
- Quant au licenciement, il ne peut être prononcé qu'après audition du conseil d'établissement. Les motifs d'opposition sont limitativement listés et visent pour l'essentiel des cas de violation de la loi ou des principes applicables ; une opposition est aussi justifiée si elle se fonde sur le fait qu'en sélectionnant le salarié à licencier, il n'a pas été tenu assez compte des aspects sociaux ou si le salarié pourrait être conservé après une formation raisonnable. Dans tous les cas, si l'employeur n'est pas d'accord avec l'opposition, la question est tranchée par le tribunal du travail.

Enfin, il existe des droits de négociation en *matière de restructuration*, qui portent sur son opportunité comme sur ses modalités ; il s'agit d'une obligation de moyen (négociateur) et non de résultat (conclure un accord). Les conséquences sociales de la restructuration sont quant à elles soumises au régime le plus complet, celui de la codétermination.

2) [Les Pays-Bas](#)

Les Pays-Bas donnent aussi aux salariés un pouvoir important. Ils peuvent influencer sur la gestion de l'entreprise via les comités d'entreprise, dont la présence est obligatoire pour les entreprises de plus de 50 salariés (Cremers, 2017). Ceux-ci disposent en effet des droits suivants¹⁹⁶:

- Un droit d'information étendu portant sur des aspects sociaux, économiques (comme la situation de l'entreprise ou la communication du budget et du plan d'affaires) et juridiques (comme la révélation du nom de celui ou ceux qui détiennent le contrôle ultime, de fait ou de droit, de l'entreprise). Une information sur la rémunération des membres du conseil a été ajoutée en 2006.
- Un droit de consultation *renforcé*, portant sur des questions économiques comme les acquisitions, les fusions, les investissements ou les emprunts importants, ou les changements fondamentaux d'activités. Dans ces domaines, le comité d'entreprise dont l'avis n'aurait pas

¹⁹⁶ Cf. la loi sur les comités d'entreprise du 28 janvier 1971 (Wet op de ondernemingsraden), articles 25 et suivants.

été suivi à l'issue de la consultation peut faire appel de la décision de l'entreprise si celle-ci est manifestement déraisonnable¹⁹⁷.

- Un droit de codétermination portant sur les questions sociales, comme les règles relatives au temps de travail, à la formation ou au licenciement. Si le comité d'entreprise donne un avis négatif, la décision est bloquée, sauf si l'entreprise fait juger soit que l'avis est déraisonnable soit que la décision bloquée est requise pour des raisons organisationnelles, économiques ou sociales importantes¹⁹⁸.
- Depuis 2010, le droit d'être invité et de s'exprimer lors des assemblées générales d'actionnaires, que la société soit cotée ou non.

3) Les autres pays

Au *Danemark*, il existe des comités de coopération, composés à parité de représentants des salariés et des employeurs, qui jouent un rôle proche de celui des comités d'entreprise. Ils ne disposent pas d'un pouvoir de codétermination mais ils ont la faculté de conclure des accords avec les entreprises (Knudsen, 2006).

En *Suède*, un système original a été institué en 1976¹⁹⁹. Il prévoit trois systèmes complémentaires :

- *Une incitation à insérer des dispositions de codétermination dans les conventions collectives* : dès lors qu'une convention collective est conclue en matière de salaire ou de conditions générales de travail, une des parties à la convention²⁰⁰ peut exiger la conclusion d'une seconde convention collective dont l'objet est de conférer aux salariés un droit de codétermination sur les questions de conclusion et de résiliation des contrats de travail, de gestion et de distribution du travail et de réalisation de l'activité en général (article 32). Afin d'inciter les entreprises à conclure cette seconde convention collective, il est prévu qu'elles ne peuvent invoquer la clause de stabilité (qui prohibe la plupart des grèves sur les sujets faisant l'objet d'une convention collective en vigueur) en cas de grève portant sur les questions que les syndicats voulaient inclure dans le champ de la codétermination dans le cadre de la seconde convention (article 44). Notons qu'en application de ce système, le droit de codétermination sera exercé par les syndicats et non par les comités d'entreprise, qui en Suède n'existent pas (sauf au niveau des comités européens).
- *Un droit d'interprétation* : En cas de désaccord portant sur l'interprétation d'une convention collective contenant des droits de codétermination, l'interprétation du salarié prévaudra dans l'attente de la résolution du litige, sauf circonstances extraordinaires ou interprétation délibérément fautive par le salarié (article 33). De la même façon, sauf exception, l'interprétation du syndicat prime en cas de désaccord sur l'interprétation d'une convention

¹⁹⁷ "Appeals may be lodged only on the grounds that the entrepreneur, in weighing the interests involved, could not in all fairness have arrived at the said decision". (Traduction de la loi par le SER, Conseil économique et social néerlandais).

¹⁹⁸ "if the Works Council's refusal to endorse the decision is unreasonable or if the entrepreneur's proposed decision is required for important organisational, economic or social reasons relating to the enterprise". (Traduction de la loi par le SER).

¹⁹⁹ Loi sur la codétermination sur le lieu de travail (1976 : 580).

²⁰⁰ Notons que ce système renforce la place des syndicats existants, qui, ayant signé la convention collective, pourront négocier les nouveaux droits de codétermination (Victorin, 1976) Ce sont aussi ces syndicats qui ont en principe vocation à représenter les salariés (Votinius 2012). Sur le contexte nordique, voir Hasselbalche, 2002.

collective concernant l'obligation d'un salarié d'effectuer un travail, et ce jusqu'à résolution judiciaire du litige (article 34). Enfin, si la différence d'interprétation porte sur la rémunération d'un salarié, il appartient à l'employeur de provoquer des négociations et, en cas d'échec, de saisir la justice, faute de quoi il sera fait droit aux demandes du salarié, sauf si celles-ci sont déraisonnables (article 35).

- *Un droit de veto sur la sous-traitance* : Si un employeur veut recourir à la sous-traitance, il doit d'abord négocier avec le syndicat compétent. Ce dernier dispose d'un droit de veto à l'encontre du projet de sous-traitance s'il estime qu'il ne respecte pas la loi ou la convention collective, ou qu'il serait contraire aux pratiques généralement acceptées dans le domaine (articles 38 et 39).

En France, enfin, il existe un principe de participation des travailleurs à la détermination de leurs conditions de travail garanti au niveau constitutionnel²⁰¹. Cette disposition n'a cependant pas ouvert la voie à des droits significatifs en matière de codétermination. La réforme du droit du travail intervenue par ordonnance en 2017 a cependant prévu un petit pas dans cette direction, en prévoyant la possibilité de fusionner dans une instance unique, appelée "conseil d'entreprise", les droits d'information et de négociation du comité d'entreprise (CSE) et les droits de négociation des délégués syndicaux. Cette avancée demeure cependant loin de la prise de position d'Emmanuel Macron, alors candidat à la présidence de la République, qui affirmait : « *Le modèle auquel je crois (...) est un modèle qui va jusqu'à la cogestion (...).* »²⁰²

Conclusion sur le modèle pluraliste

Le modèle pluraliste apparaît comme solidement ancré.

La codétermination, qui en est le trait saillant, fonctionne et, grâce aux progrès réalisés en France avec les lois de 2013 et de 2015, elle est en expansion.

Ses autres traits ne semblent pas susceptibles de remise en question à court terme :

- La norme de gestion pluraliste et les règles d'autonomie des dirigeants ont tendance à peu évoluer.
- Les droits des actionnaires devraient désormais demeurer assez stables, une grande partie du programme européen ayant été réalisé ; des évolutions ponctuelles tendant à restreindre les pouvoirs des activistes sont possibles, mais on ne peut négliger l'hypothèse inverse que ces derniers fassent encore modifier quelques règles en leur faveur.
- La reconnaissance de l'importance des autres parties prenantes est en progrès constant, même si le mouvement demeure lent.

Le modèle pluraliste, qui a trop longtemps souffert de ne pas être reconnu en tant que tel, présente des qualités notables qu'Olivier Favereau, dans la seconde partie de ce rapport, présente en détail.

Bien qu'il existe de longue date, ce modèle se présente donc comme une solution nouvelle.

²⁰¹ "Tout travailleur participe, par l'intermédiaire de ses délégués, à la détermination collective des conditions de travail ainsi qu'à la gestion des entreprises" (Préambule de la Constitution du 27 octobre 1946, article 8)

²⁰² lemonde.fr/emploi/article/2018/02/28/la-cogestion-a-la-francaise-a-pas-de-fourmi_5263711_1698637.html

CONCLUSION

Arrivé au terme de l'analyse menée dans ce rapport, et en prenant un peu de hauteur, trois constats s'imposent :

- Jamais, dans l'histoire de l'humanité, les défis écologiques n'ont été aussi importants.
- Jamais, dans l'histoire économique, les grandes entreprises n'ont été plus déterminantes de notre destin collectif.
- Jamais, dans l'histoire des grandes entreprises, les actionnaires n'ont eu plus de pouvoir.

En reprenant ces trois énoncés, mais en les parcourant à l'envers, on ne peut s'empêcher de penser que jamais les règles de gouvernement d'entreprise n'ont été aussi essentielles. Or ces règles se sont transformées en profondeur dans les trente dernières années. Qu'il nous soit donc permis de formuler une conclusion en forme de plaidoyer.

Il a été vu que, par l'effet du "grand retournement" de 1976, l'actionnaire, partie forte, a pu faire avancer sa cause en se présentant comme une partie faible, que le droit devait défendre. Le mouvement conjugué de la désyndicalisation salariale et de la "syndicalisation" actionnariale portée par les investisseurs institutionnels a conduit à la victoire historique de la prééminence de la valeur actionnariale sur la valeur travail. Il n'y a pas eu de "grand soir" actionnarial, seulement une multitude de petits pas, tous d'apparence raisonnable, tous ou presque dans le même sens et dont le présent rapport a cherché à rendre compte. C'est ainsi que, progressivement, les rémunérations des dirigeants, devenues essentiellement variables, ont vu leur montant atteindre des sommets ; les campagnes d'activistes "politiques", puis financiers, sont passées de l'exception à la norme ; et les distributions aux actionnaires ont absorbé l'essentiel du profit.

Maintenant, au moment précis où triomphe le court-termisme, ceux qui en sont les organisateurs déclarent vouloir y mettre un terme. Il importe de prendre acte de cette bonne volonté des investisseurs institutionnels et de leur en donner pleinement crédit. Mais il n'est pas possible de s'en remettre uniquement à des promesses de bonne conduite. La sphère financière dispose de nombreux moyens et il faudra juger des résultats sur pièce. Prenons quelques exemples des interventions que les investisseurs institutionnels pourraient mener à bien afin de garantir le sérieux de leurs engagements :

- Si l'activisme financier est excessif, il faut sans doute limiter ses moyens juridiques et donc exercer une action de lobbying à cet effet.
- Si les distributions aux actionnaires sont trop importantes, il revient aux investisseurs institutionnels de déposer des résolutions pour en demander la réduction.
- Si les fonds ne se préoccupent pas assez du long terme, ils peuvent eux-mêmes demander la révision drastique de la structure des rémunérations des gérants de fonds qu'ils désignent.
- Si les *hedge funds* masquent collectivement la réalité de leurs performances pour attirer les investisseurs institutionnels, ces derniers sont fondés à demander une modification législative afin de leur imposer des obligations de déclarations statistiques normées.
- Si les investisseurs institutionnels sont authentiquement préoccupés de RSE, il leur revient de fournir une information détaillée, normée et cohérente de leurs ambitions et de leurs réussites en la matière.

Il s'agit donc de ne pas se contenter des "*stewardship codes*" qui se répandent dans le monde à l'imitation de l'exemple anglais, et qui sont aux réformes juridiques ce que la charité est à la solidarité,

c'est-à-dire des déclarations de bonnes intentions, parfois louables, mais essentiellement dépourvues d'effet obligatoire, de cadre et de toute forme de stabilité.

Il n'est pas possible non plus de se satisfaire des rapports annuels dans lesquels les gérants de fonds vantent les mérites de leur politique d'engagement, qui comporte nombre d'actions louables en matière de responsabilité sociale de l'entreprise, mais dont l'efficacité réelle reste toujours évasive faute d'un véritable cadrage légal. Rappelons cette évidence : la joyeuse polychromie des rapports n'a pas encore l'efficacité monochrome des lois.

Concrètement, enfin, les gérants de fonds ne demandent jamais aux épargnants, qui leur confient leurs économies et leur retraite, s'ils sont d'accord pour soutenir les campagnes des activistes financiers. On suppose que les épargnants sont des agents économiques qui cherchent en toute circonstance à maximiser leur profit. Or ce sont pour l'essentiel des salariés qui vivent du revenu de leur travail et dont la sensibilité, les préoccupations comme le réseau social ne sont pas bornés par le cadre étroit de la finance. Si la question leur était posée : *"Acceptez-vous qu'avec votre argent et en votre nom, pour vous procurer un gain immédiat, on fragilise la société X en lui imposant le versement de dividendes exceptionnels, ou la vente de son immobilier, ou une hausse de son endettement pour augmenter son effet de levier"*, que répondraient-ils ? Il est ici question de choix concrets entre des options clairement décrites dans leurs principes comme dans leurs conséquences. Si leur avis était ainsi sollicité sur les pratiques financières développées en leur nom, qu'exprimeraient les épargnants ? Probablement, une vision du monde plus pluraliste que celle que la théorie suprématiste leur impute. Rien ne justifie que d'autres décident à leur place, que leur capacité de décision leur soit ravie.

*

Une première solution, pour résoudre la crise de la gouvernance que nous traversons, serait de refaire à l'envers une partie du chemin. C'est donc ici qu'il convient de rappeler que certains pays pluralistes, comme l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas, au vu des excès de certaines réformes pro-actionnariales, les ont tout simplement annulées, montrant que rien n'est irréversible.

La solution la plus sûre semble cependant être un retour aux fondements mêmes d'un système de gouvernance pérenne et profitable pour tous, que l'on peut énoncer comme suit :

- Il ne saurait y avoir de pouvoir sans responsabilité ni contrôle.
- Il ne peut exister de système équilibré entre les parties sans que chacune d'entre elles ait la capacité d'exprimer ses opinions et de s'assurer de leur prise en compte.

La structure du régime pluraliste consiste précisément à organiser l'expression, le contrôle réciproque et la responsabilité de chacune des parties constituantes de l'entreprise. La théorie comme la pratique en ayant été décrites dans le détail dans le présent rapport, il n'est pas nécessaire d'y revenir.

Cependant, certains économistes mathématiciens le considèrent comme une curiosité, faute de pouvoir déterminer mathématiquement l'optimum théorique d'un système dont plusieurs fonctions d'utilité autonomes sont à maximiser. Il serait cependant singulier que les mathématiques, dont l'objet est de décrire le monde, prétendent désormais le régir. Dans la réalité, comme le montre parfaitement Olivier Favereau dans la seconde partie de ce rapport, le modèle pluraliste présente de nombreux avantages tant pour les parties constituantes que pour les autres parties prenantes.

Faisons un ultime pas en avant dans notre analyse.

En simplifiant beaucoup, on pourrait dire que le XIX^{ème} siècle a inventé le nationalisme, le socialisme et le libéralisme, quand le XX^{ème} siècle a créé le totalitarisme et la social-démocratie.

Il reviendra au XXI^{ème} de forger ses idéologies de référence et il serait criminel, au sens propre, que l'écologie n'y figure pas. Pour lui donner la place qui lui revient, on ne pourra se dispenser

d'instruments qui garantissent une forme de coopération internationale ainsi que de démocratie politique et sociale.

On ne pourra non plus se passer des grandes entreprises, qui ont forgé le monde d'aujourd'hui et qui sont, en puissance, les porteurs des plus grands risques comme les vecteurs des progrès les plus éminents.

En décrivant les différents modèles de gouvernement d'entreprise, et en soulignant les avantages du modèle pluraliste, le présent rapport espère apporter sa pierre à la construction de l'édifice.

Remerciements

Je suis reconnaissant à tous les membres du séminaire Bernardins sur l'entreprise (coordonné par Blanche Segrestin et Stéphane Vernac, avec Armand Hatchuel et Kevin Levillain), et plus particulièrement ceux de l'axe codétermination/Europe, pour les nombreuses discussions sur les thèmes de ce rapport : Daniel Bachet, Irène Berthonnet, Sandrine Blanc, Robert Boyer, Valérie Charolles, Hervé Defalvard, Ariane Ghirardello, Inger-Marie Hagen, Jean-Marc Le Gall, Helena Lopes, François Meunier, Adalberto Perulli, Alexandre Rambaud, Udo Rehfeldt, Jacques Richard, Martin Richer, Robert Salais, Amélie Seignour et Corinne Vercher-Chaptal.

Les développements sur la codétermination et sur l'Europe doivent beaucoup à mes échanges avec Aline Conchon, Aline Hoffmann, Wolfgang Kowalsky et Sigurt Vitols ainsi que l'ensemble des membres du réseau Goodcorp.

Ce rapport n'aurait pas non plus été possible sans les nombreuses discussions que j'ai eues avec Jean-Louis Beffa, Olivier Favereau, Antoine Lyon-Caen et Baudoin Roger.

Enfin, je tiens à remercier tout particulièrement Adriana Campos.