

**Université Panthéon-Assas**

**École doctorale de droit privé**

Thèse de doctorat en Droit privé

soutenue le 7 décembre 2012

**L'attribution du droit de vote  
dans les sociétés**



**Université Panthéon-Assas**

**Caroline COUPET**

DIRECTEUR DE RECHERCHE

**Monsieur Hervé SYNDET**

Professeur à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II)

MEMBRES DU JURY

**Monsieur Jean-Jacques DAIGRE**

Professeur à l'Université PANTHEON-SORBONNE (PARIS I)

**Monsieur Hervé LE NABASQUE**

Professeur à l'Université PANTHEON-SORBONNE (PARIS I)

**Monsieur Yann PACLOT**

Professeur à l'Université PARIS SUD (PARIS XI)

**Madame France DRUMMOND**

Professeur à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II)



*L'Université Panthéon-Assas (Paris II) n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*



# SOMMAIRE

INTRODUCTION .....	1
PARTIE 1 L'ATTRIBUTION DU DROIT DE VOTE : ANALYSE CRITIQUE.....	- 27 -
Titre 1 Les procédés d'attribution du droit de vote .....	- 31 -
Chapitre 1 : L'identification des principes d'attribution du droit de vote .....	- 33 -
Chapitre 2 : La justification des principes d'attribution du droit de vote .....	- 107 -
Titre 2 Les perturbations de l'attribution du droit de vote .....	- 165 -
Chapitre 1 : Des associés non exposés à l'aléa social.....	- 167 -
Chapitre 2 : Des votants non associés .....	- 309 -
PARTIE 2 L'ATTRIBUTION DU DROIT DE VOTE : PERSPECTIVES D'EVOLUTION.....	- 429 -
Titre 1 La détermination d'un principe efficient d'attribution du droit de vote .....	- 433 -
Chapitre 1 : L'abandon du principe de propriété .....	- 435 -
Chapitre 2 : L'adoption du principe de l'aléa social .....	- 473 -
Titre 2 La prévention des contournements du principe d'attribution du droit de vote.....	- 549 -
Chapitre 1 : Encadrer le vote pour le compte d'un associé .....	- 551 -
Chapitre 2 : Limiter l'accès occulte au droit de vote.....	- 595 -
CONCLUSION.....	- 633 -



## PRINCIPALES ABREVIATIONS

AMF	Autorité des marchés financiers
Art.	Article
Ass. plén.	Assemblée plénières
<i>Bull. civ.</i>	Bulletin des arrêts des chambres civiles de la Cour de cassation
<i>Bull. crim.</i>	Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation
<i>Bull. Joly</i>	Bulletin Joly sociétés
<i>Bull. Joly bourse</i>	Bulletin Joly bourse
Cass.	Cour de cassation
CC	Conseil constitutionnel
CEDH	Cour européenne des droits de l'Homme
CESR	Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières ( <i>Committee of European Securities Regulators</i> )
Chron.	Chronique
Civ.	Chambre civile (de la Cour de cassation)
CJCE	Cour de justice des communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
Com.	Chambre commerciale (de la Cour de cassation)
Comp.	Comparer
Concl.	Conclusions
<i>Contra</i>	En sens contraire
Crim.	Chambre criminelle (de la Cour de cassation)
<i>D.</i>	Recueil Dalloz
<i>D. aff.</i>	Dalloz affaires
<i>DH</i>	Recueil hebdomadaire de jurisprudence Dalloz
<i>Defrénois</i>	Répertoire du notariat Defrénois
Dir.	Direction
<i>DP</i>	Recueil période et critique mensuel Dalloz
<i>Dr. et patrimoine</i>	Droit et patrimoine
<i>Dr. sociétés</i>	Droit des sociétés
Ed.	Édition
Egal.	Également
ESMA	Autorité européenne des marchés financiers ( <i>European Securities and Markets Authority</i> )
ESME	Groupe européen d'experts des marchés des valeurs mobilières ( <i>European Securities Markets Expert Group</i> )
Ex.	Exemple
Fasc.	Fascicule
FSA	<i>Financial services authority</i>
<i>Gaz. Palais</i>	Gazette du Palais
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> (au même endroit)
<i>In</i>	Dans
<i>Infra</i>	Ci-dessous
JO	Journal officiel
<i>JCP éd. E</i>	Juris-classeur périodique (semaine juridique), édition entreprise
<i>JCP éd. G</i>	Juris-classeur périodique (semaine juridique), édition générale

JCP éd. N	Juris-classeur périodique (semaine juridique), édition notariale
Jur.	Jurisprudence
L.	Loi
<i>Lamy dr. aff.</i>	Revue Lamy droit des affaires
<i>Lamy dr. civ.</i>	Revue Lamy droit civil
<i>Les petites aff.</i>	Les petites affiches
Obs.	Observations
Ord.	Ordonnance
Ouvr. préc.	Ouvrage précité
P.	Page
Préc.	Précité
Préf.	Préface
Rappr.	Rapprocher
RDC	Revue des contrats
Rép. civ. Dalloz	Encyclopédie juridique Dalloz, répertoire de droit civil
Rép. soc. Dalloz	Encyclopédie juridique Dalloz, répertoire des sociétés
<i>Rev. jur. com.</i>	Revue de jurisprudence commerciale
<i>Req.</i>	Chambre des requêtes (de la Cour de cassation)
<i>Rev. dr. banc. fin.</i>	Revue de droit bancaire et financier
<i>Rev. sociétés</i>	Revue des sociétés
<i>RJDA</i>	Revue de jurisprudence de droit des affaires
<i>RRJ</i>	Revue de la recherche juridique – Droit prospectif
<i>RTD civ.</i>	Revue trimestrielle de droit civil
<i>RTD com.</i>	Revue trimestrielle de droit commercial
<i>RTDF</i>	Revue trimestrielle de droit financier
S.	Recueil Sirey
S.	Suivant
SEC	<i>Securities and exchange commission</i>
Soc.	Chambre sociale (de la Cour de cassation)
Somm.	Sommaire
Spéc.	Spécialement
<i>Supra</i>	Ci-dessus
T.	Tome
TC	Tribunal de commerce
TGI	Tribunal de grande instance
V.	Voir
V°	<i>Verbo</i>
Vol.	Volume







# INTRODUCTION

*« (...) Si, abdiquant tout parti pris technique, [le juriste] voulait considérer simplement la nature objective des choses qui s'offrent à son jugement, il se convaincrait bien vite que rien d'impérieusement logique n'anime les rapports à lui soumis, et que, dans l'application qu'il leur fait de ses conceptions, l'enchaînement de celles-ci peut être fort différent de ce qu'il suppose, sans choquer la raison et tout en satisfaisant mieux le sens pratique ».*

F. Génay<sup>1</sup>

**1. – Caractère fondamental du vote.** Le vote est employé dans les domaines les plus variés. L'aspect utilitaire de la technique lorsqu'elle est couplée avec un système majoritaire a sans doute contribué à sa normalisation – elle constitue alors un instrument de légitimation des décisions auxquelles tous n'ont pas nécessairement individuellement adhéré. Les théories philosophiques reconnaissant à l'individu le droit de participer au choix de l'autorité à laquelle il est soumis ont assis sa légitimité.

Le droit des sociétés n'a pas fait exception à cette tendance. Depuis longtemps, le vote s'y est imposé comme mode de prise de décision collective des associés : de l'agrégation des choix individuels des votants naît un acte juridique collectif<sup>2</sup>, liant l'ensemble des titulaires du vote – votants, absents et abstentionnistes. Il occupe, à cet égard, une place déterminante dans le fonctionnement social. Car il n'a pas pour seules fonctions la désignation d'un dirigeant et le choix d'un programme de gouvernement, qui sont les fonctions premières de la plupart des élections politiques<sup>3</sup>. Il ne s'inscrit pas, en effet, dans un système purement représentatif, mais permet aux associés de prendre directement part à la gestion sociale à l'occasion de l'adoption de certaines décisions qui leur sont réservées. Il revêt d'évidence une portée inégale selon le type de sociétés : de véritable pouvoir de gestion, il devient simple pouvoir de désignation ou de révocation des dirigeants et d'approbation de leur gestion, au fur et à mesure que s'accroît la taille de la société. Mais les décisions les plus importantes demeurent quoi qu'il en soit réservées à ses titulaires<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif : essai critique*, Préf. R. Saleilles, LGDJ, 2<sup>ème</sup> éd., 1954, n° 61.

<sup>2</sup> G. ROUJOU DE BOUBÉE, *Essai sur l'acte juridique collectif*, Préf. G. Marty, LGDJ, 1961. Sur les sociétés, V. spéc. n° 122 et s.

<sup>3</sup> Sur les fonctions du vote politique, V. O. IHL, *Le vote*, 2<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2000, p. 67 et s.

<sup>4</sup> Pour le droit commun des sociétés, V. notamment art. 1836, 1844-6, 1844-7 4° C. civ. V. CL. BERR, *L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales*, Préf. F. Givord, Sirey, 1961, n° 218 et s.

Le vote en assemblée constitue en réalité la principale source de pouvoir légal et le pouvoir ultime au sein des sociétés. Il serait certes inexact d'affirmer qu'il est l'unique source du pouvoir<sup>5</sup>. Les statuts ou certains pactes extrastatutaires peuvent réserver des prérogatives à certains associés, augmentant leur pouvoir légal ou créant à l'inverse des contre-pouvoirs. Le législateur reconnaît et organise également d'autres sources de pouvoir. Il s'est attelé à développer, essentiellement dans les sociétés anonymes, des contre-pouvoirs destinés à l'usage des minoritaires<sup>6</sup> et des autres « parties prenantes »<sup>7</sup>, c'est-à-dire de l'ensemble des personnes intéressées à la marche sociale. Il a en outre réparti le pouvoir entre différents organes, de manière plus ou moins nette selon le type de sociétés, de telle sorte que l'assemblée des associés le partage nécessairement<sup>8</sup>. Mais ces considérations n'entament pas la portée du droit de vote. D'une part, il n'existe pas de séparation des pouvoirs entre ces organes, puisque les associés détiennent le pouvoir ultime : celui de nommer et révoquer les dirigeants, celui de contrôler leur gestion. D'autre part, les prérogatives que les minoritaires ou les autres parties prenantes peuvent exercer ne sont que des palliatifs de la toute puissance des majoritaires, leur permettant d'intervenir à la marge mais non de peser de manière significative dans la gestion sociale<sup>9</sup>.

En tant que principale source de pouvoir légal et pouvoir ultime<sup>10</sup>, le vote en assemblée revêt donc une importance fondamentale dans le processus décisionnel sociétaire. C'est cette particularité qui justifiera qu'on y limite notre étude, à l'exclusion du vote utilisé dans d'autres organes collectifs tels le conseil d'administration ou le comité d'entreprise.

**2. – État des réflexions sur l'attribution du droit de vote.** Qui détient ce pouvoir au sein de la société ? La réponse paraît simple : seuls les associés sont titulaires du droit de vote. Elle ne fait pourtant pas l'objet d'une affirmation expresse. Elle peut se déduire de l'article 1844 alinéa 1 du Code civil, qui n'utilise toutefois pas le terme de vote mais de participation : « *Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* ». Elle est également présente dans les textes spéciaux, de

---

<sup>5</sup> V. sur ce thème A. CONSTANTIN, *Les rapports de pouvoir entre actionnaires*, th. Paris 1, 1998.

<sup>6</sup> V. notamment D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, Préf. H.-M. Bischoff, Sirey, 1970.

<sup>7</sup> Le terme est celui que l'on a pris coutume d'utiliser en droit français pour désigner ceux que les anglophones nomment « *stakeholders* ». V. F.-G. TREBULLE, « Stakeholders theory et droit des sociétés », *Bull. Joly* 2006, p. 1337 et 2007, p. 7.

<sup>8</sup> Cette répartition est impérative. V. Cass. civ. 4 juin 1946 *Motte*, *JCP* 1947, II, p. 3518, note D. BASTIAN ; *J.* 1947, I, p. 153, note P. BARBRY.

<sup>9</sup> V. D. SCHMIDT, *ouvr. préc.*, n° 21.

<sup>10</sup> On n'entend pas ici le pouvoir au sens juridique de « *prérogative finalisée que son titulaire a reçu mission d'exercer dans un intérêt au moins partiellement distinct du sien* » (V° Pouvoir, in G. CORNU (sous la direction de), *Vocabulaire juridique*, PUF, 8<sup>ème</sup> éd., 2007. V. égal. E. GAILLARD, *Le pouvoir en droit privé*, Préf. G. Cornu, Economica, 1985, n° 214 et s.), mais au sens commun « *d'autorité, puissance que détient une personne, moyens d'action de quelqu'un sur quelqu'un ou sur quelque chose* » (V° Pouvoir, in P. IMBS et B. QUEMADA (sous la direction de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIX<sup>ème</sup> et du XX<sup>ème</sup> siècle, ouvr. préc.*).

manière plus ou moins explicite<sup>11</sup>. On ne saurait quoi qu'il en soit se satisfaire d'une réponse si lapidaire, au vu de l'imprécision des contours de la notion d'associé.

L'attribution du droit de vote a pourtant fait l'objet de peu de développements en droit des sociétés, alors même qu'elle devrait constituer une question première. La tendance est à cet égard l'inverse de celle que connaît la philosophie politique, pour laquelle la détermination des titulaires du vote est au cœur des réflexions. Celui à qui l'on confère une parcelle de souveraineté n'a de légitimité à l'exercer qu'autant qu'il détient un intérêt dont on peut présumer que sa poursuite tendra à satisfaire le bien commun et qu'il est doué de raison. « (...) *Il faut que (...) l'assemblée d'une Nation soit tellement constituée que les intérêts particuliers y restent isolés et que le vœu de la pluralité y soit toujours conforme au bien général* »<sup>12</sup>. Lorsque l'on s'interroge sur le vote des plus pauvres, des femmes ou des étrangers, ce sont ainsi deux considérations qui reviennent : ces personnes sont-elles dotées d'un intérêt suffisant au sein de la Nation et sont-elles à même de le défendre de manière éclairée ? L'attribution du droit de vote s'impose comme une question fondamentale dans tout système qui recourt à un tel processus décisionnel. En matière sociale, le droit des incapacités a conduit à s'intéresser à cette première question : on s'est demandé si l'associé incapable pouvait exercer le droit de vote et, à défaut, qui pouvait l'exercer pour son compte<sup>13</sup>. Mais la seconde n'a pas connu de réflexion aussi profonde que celle qui sous-tend la philosophie politique.

On a généralement négligé l'attribution du droit de vote pour se concentrer sur les modalités du vote. Les études qui y sont consacrées sont ainsi liées par un présupposé commun : celui de l'octroi du droit de vote aux associés. Les premières réflexions doctrinales sont nées avec le développement des sociétés de capitaux, entraînant un nécessaire aménagement des principes traditionnels, fondés jusqu'alors sur la figure du contrat et adaptés aux sociétés de petite taille. L'une des premières questions à attirer l'attention de la doctrine sur le vote est celle de la modification des statuts des sociétés par actions : une telle modification devait-elle être adoptée à l'unanimité ou à la majorité ? Elle a donné lieu à l'élaboration aux théories des « bases essentielles » puis des « droits propres »<sup>14</sup>. Concurrément, on a débattu du degré de liberté de la

---

<sup>11</sup> Pour les SNC : art. L. 221-6 C. com. ; pour les SCS : L. 222-5 C. com. ; pour les SARL : art. L. 223-28 C. com. ; pour les SA : L. 225-96 et s. et R. 225-85 et s. C. com. ; pour les SAS, art. L. 227-9 C. com.

<sup>12</sup> E.-J. SIEYES, *Qu'est-ce que le Tiers-État ?*, 1789.

<sup>13</sup> V. sur cette question, A. GAUDEMET et H. HOVASSE, « Incapacités et société », *Actes prat. ing. soc.* mai-juin 2012, p. 5.

<sup>14</sup> La théorie des bases essentielles postule que certains droits ne peuvent être modifiés à la majorité, car on ne peut présumer que les associés ont entendu les abandonner à la décision de la majorité. Les tenants de la théorie des droits propres affirment que certains droits ne peuvent être modifiés à la majorité car ils sont inhérents à la personne de l'actionnaire. V. *infra* n° 19.

société et des associés dans l'organisation de l'attribution et de l'exercice du droit de vote<sup>15</sup>. À la même époque, on s'est également intéressé au vote à l'occasion du débat sur la nature de la société. La loi de la majorité était-elle compatible avec la théorie contractuelle ou confortait-elle la thèse institutionnelle<sup>16</sup>? Le droit de vote était-il attribué à l'associé en vue de satisfaire son intérêt personnel<sup>17</sup> ou en vue de défendre un intérêt distinct du sien<sup>18</sup>? Cette dernière question a été renouvelée lorsqu'il s'est agi de déterminer si le droit de vote était un pouvoir ou un droit subjectif<sup>19</sup>. Plus récemment, l'on s'est intéressé au jeu de la règle majoritaire et à la répartition des droits de vote entre associés<sup>20</sup>.

Quelques auteurs ont cependant abordé la question de l'octroi du droit de vote aux associés. Le plus souvent, il s'agissait d'envisager l'opportunité d'en priver certains actionnaires des sociétés cotées, indifférents à la gestion sociale. Dans ce contexte, on a proposé des instruments plus adaptés aux actionnaires dépourvus d'intérêt pour l'exercice du pouvoir, sans toutefois se pencher sur les fondements de l'attribution du droit de vote ni, *a fortiori*, les remettre en cause. C'est ainsi qu'a été discutée la création d'actions dépourvues de droit de vote dès le début du XX<sup>ème</sup> siècle<sup>21</sup>. Le débat sur la finalité de l'exercice du vote a également parfois donné lieu à des développements sur le fondement de son octroi aux associés<sup>22</sup>, car la réflexion sur la cause finale de son attribution renvoie naturellement à l'étude de sa cause efficiente. La question est souvent évoquée avec plus d'acuité à l'occasion de difficultés spécifiques – tel le

---

<sup>15</sup> V. Notamment, F. LETELLIER, *Le droit de vote de l'actionnaire*, Domat-Montchrestien, 1942 ; J. CHARGE, *La nature du droit de vote*, Impr. de G. Basile, 1937, p. 78 et s. V. égal. B. BERENGER, *Les conventions relatives au droit de vote*, th. Paris, 1946.

<sup>16</sup> Sur ce thème, V. S. VAISSE, *La loi de la majorité dans la société anonyme – Contribution à l'étude de la nature juridique de la société anonyme*, 1967 ; J. CHARGE, *ouvr. préc.*, p. 16 et s. V. plus récemment M. BUCHBERGER, *Le contrat d'apport : essai sur la relation entre la société et son associé*, préf. M. Germain, éd. Panthéon-Assas, 2011 ; J.-F. QUIEVY, *Anthropologie juridique de la personne morale*, Préf. D. R. Martin, LGDJ, 2009. V. égal. pour une étude d'ensemble, R. KADDOUCH, *Le droit de vote de l'associé*, th. Aix-Marseille, 2001.

<sup>17</sup> En ce sens : A. TAMBOISE, *Des moyens juridiques pour assurer la stabilité du contrôle dans les sociétés par actions, ou de la défense des sociétés par actions contre les immixtions étrangères ou indésirables*, Ed. A. Rousseau, 1929, p. 336 ; P. CORDONNIER, « L'actionnaire peut-il céder son droit de vote ? », *Journ. sociétés* 1927, p. 1, spéc. n° 5 ; J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *Les droits propres de l'actionnaire*, Les presses modernes, 1937, n° 194 et s.

<sup>18</sup> En ce sens, R. DAVID, « Le caractère social du droit de vote », *Journ. sociétés* 1929, p. 401 ; E. GAILLARD, *La société anonyme de demain – La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1934, p. 57 ; G. ROUJOU DE BOUBEE, *Essai sur l'acte juridique collectif*, LGDJ, 1961, p. 145 et s. ; J. CHARGE, *ouvr. préc.*, p. 69 et s.

<sup>19</sup> E. GAILLARD, *Le pouvoir en droit privé, ouvr. préc.* ; P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Préf. Ph. Merle, LGDJ, 2002.

<sup>20</sup> C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, th. Paris 2, 1997. V. égal. les travaux européens sur la proportionnalité dans les sociétés anonymes : Shearman and Sterling, ISS and ECGI, *Proportionality Principle in the European Union*, 4 juill. 2007, disponible sur <http://ec.europa.eu> ; Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality, 25 août 2007, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>21</sup> A. PERCEROU, *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions*, Rousseau, 1932, n° 419 à 422. V. *infra* n° 27.

<sup>22</sup> Pa ex. J. CHARGE, *ouvr. préc.*, p. 69 et s.

démembrement de propriété –, sans faire l'objet d'une réflexion d'ensemble. Rares sont ceux qui s'interrogent plus en détail sur les fondements de l'attribution du droit de vote aux associés.

En France, deux auteurs se détachent néanmoins. Au début du XX<sup>ème</sup> siècle, Gaillard dénonçait ceux qui votaient alors qu'ils s'étaient affranchis du risque social sur les marchés financiers, essentiellement par le mécanisme du report<sup>23</sup>. Il préconisait de priver du droit de vote ces spéculateurs, proposant ainsi le risque social comme fondement implicite de l'attribution du droit de vote. Par la suite, Monsieur Viandier a soutenu à l'occasion de l'étude de la notion d'associé que l'attribution d'un droit d'intervention aux associés – catégorie plus large que le droit de vote – se justifiait par leur participation à un groupement organisé<sup>24</sup>.

Au-delà des études doctrinales, remarquons que les grandes réformes du droit des sociétés n'ont pas donné lieu à discussion sur cette question, tant il apparaissait évident que l'associé était le titulaire naturel du droit de vote. Alors que l'attribution du droit de vote et sa jouissance étaient très peu réglementées, le législateur de 1966<sup>25</sup> s'est d'ailleurs souvent contenté de coucher par écrit les solutions qui avaient été peu à peu dégagées par la jurisprudence et la pratique. Plus récemment, une disposition permettant à une société de conférer des droits à ses actionnaires, dans sa filiale ou sa société-mère, par le biais d'actions de préférence, a été introduite en droit français<sup>26</sup>, sans qu'il n'ait été discuté du point de savoir si des droits de vote pouvaient être ainsi octroyés<sup>27</sup>.

C'est sans doute aux États-Unis, dans les sociétés par actions cotées, que l'attribution du droit de vote a fait l'objet des réflexions les plus approfondies. En effet, sans s'intéresser à cette question, Berle et Means avaient théorisé, au début du XX<sup>ème</sup> siècle, la séparation du contrôle et de la propriété dans les sociétés à l'actionnariat dispersé et souligné les problèmes de gouvernance qui en découlaient<sup>28</sup>. Certains se sont alors réclamés de cette doctrine pour affirmer la nécessité d'inciter les actionnaires à voter et parfois celle de renforcer leur pouvoir. Mais d'autres auteurs ont dénoncé la dénaturation des théories de Berles et Means et la partialité de la démarche. Selon eux, on ne pouvait déduire directement de la séparation du contrôle et de la propriété, la nécessité d'un accroissement du pouvoir des actionnaires. Toute réflexion sur la place des actionnaires

---

<sup>23</sup> E. GAILLARD, *La société anonyme de demain – La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, ouvr. préc.

<sup>24</sup> A. VIANDIER, *La notion d'associé*, Préf. F. Terré, LGDJ, 1978, n° 188.

<sup>25</sup> Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales.

<sup>26</sup> Art. L. 228-13 C. com. Ordon. 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières.

<sup>27</sup> V. notamment sur cette question T. ALLAIN, *Actions de préférence et groupes de sociétés*, th. Rennes 1, 2012, spéc. n° 181 et s.

<sup>28</sup> A. A. BERLE et G. C. MEANS, *The modern corporation and private property*, 2<sup>ème</sup> éd., Harcourt, Brace & world, 1967 (1<sup>ère</sup> éd : 1932).

dans la société devait débiter par une étude des raisons sous-tendant l'attribution du droit de vote aux associés<sup>29</sup>. Une fois seulement ces fondements dégagés, il était possible de réfléchir aux voies d'amélioration de la gouvernance des sociétés. Cela amorçait les premières recherches sur l'attribution du droit de vote. Cet objet d'étude a connu quelques prolongements récents à l'occasion des débats portant sur l'utilisation de nouvelles techniques financières dans les sociétés cotées permettant à des actionnaires de voter sans supporter de risque économique au sein de la société<sup>30</sup>.

**3. – Explication contractuelle de l'attribution du droit de vote.** Cette absence de réflexion de fond s'explique aisément si l'on considère l'origine contractuelle de la société.

Sous l'Ancien Régime et jusqu'au début XIX<sup>ème</sup> siècle, les associés étaient sans conteste les parties au contrat de société. C'était manifeste dans les petites sociétés, souvent constituées entre quelques associés pour un objet précis et une durée brève<sup>31</sup>. En tant que cocontractant, chacun avait vocation à intervenir dans la prise de décision sociale : le principe était celui de l'unanimité. Lorsque l'un d'eux agissait pour les autres, c'était à la figure du mandat qu'il était recouru et chacun pouvait s'opposer à ses actes en vertu du principe « *In re pari potior causa prohibentis* »<sup>32</sup>. Il ne faisait alors aucun doute que les associés, et seulement eux, étaient titulaires du droit de participer à la prise de décision.

Dans les sociétés par actions, le principe ne s'est pas imposé avec autant d'évidence<sup>33</sup>. Les premières sociétés de capitaux – les grandes compagnies créées avec l'intervention du pouvoir royal – n'étaient pas assimilées à des sociétés et restaient hors du champ du droit commercial<sup>34</sup>. Peu à peu, inspirées par ces compagnies à charte, les sociétés par actions privées se sont développées, le pouvoir étant le plus souvent, mais non systématiquement, exercé – ou délégué – par une assemblée générale<sup>35</sup>. La composition de celle-ci était alors très variable. Tous les

---

<sup>29</sup> F. H. EASTERBROOK et D. R. FISCHER, « Voting in Corporate Law », *Journal of Law and Economics* 1983, vol. 26, n° 2, p. 395. Plus récemment, V. égal. S. M. BAINBRIDGE, « The case for limited shareholder voting rights », *UCLA Law Review* 2006, vol. 53, p. 601.

<sup>30</sup> R. B. THOMPSON et P. H. EDELMAN, « Corporate voting », *Vanderbilt law review* 2009, vol. 62, p. 129.

<sup>31</sup> J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, PUF, 1986, n° 115. V. égal. M. LEMOSSE, « *Incivilem Rem*, un aspect historique du droit commercial », in *Mélanges en l'honneur Presses universitaires de la faculté de droit de Clermont-Ferrand de Jean Stoufflet*, LDGJ, 2001, p. 205, spéc. p. 210.

<sup>32</sup> V. H. LEVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII<sup>ème</sup> et XVIII<sup>ème</sup> siècles*, Domat-Montchrestien, 1938, p. 121 ; R.-J. POTHIER, *Traité du contrat de société, Traité de droit civil et de jurisprudence française*, t. 2, 1781, n° 90 ; G. RIPERT, « La loi de la majorité dans le droit privé », in *Mélanges juridiques dédiés à M. le Professeur Sugiyama*, Sirey, 1940 p. 355. V. égal. art. 1859 du Code civil de 1804.

<sup>33</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 196 : « *Malgré tout, l'idée n'est pas nettement dégagée que ce sont les actionnaires qui sont les maîtres de la société (...)* ».

<sup>34</sup> E. COPPER ROYER et fils, *Traité des sociétés*, t. 1, Sirey, 1938, p. 238 et p. 281.

<sup>35</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 192.



actionnaires n’y étaient pas conviés. Un auteur relève ainsi : « *Dans les premières sociétés anonymes, l’assemblée générale est la réunion des principaux associés plutôt que celles des "actionnaires", quand elle n’est pas à la limite une réunion de familles* »<sup>36</sup>. Même lorsque les assemblées s’ouvraient, tous les actionnaires n’y avaient pas nécessairement accès<sup>37</sup>, d’autant que les contours de la notion d’action – et donc d’actionnaire – étaient flous et que celle-ci embrassait des titres qui seraient plutôt considérés de nos jours comme des titres de créance<sup>38</sup>. Il n’était pas rare notamment que les titulaires d’actions au porteur, tenus pour des prêteurs plutôt que pour des associés, se voient fermer les portes de l’assemblée<sup>39</sup>. Inversement, un droit de participation était parfois confié à des non-actionnaires, essentiellement certains fondateurs qui n’avaient pas conservé leurs actions ou ceux qui avaient rendu des services particuliers à la société<sup>40</sup>. Mais, régulée par le Conseil d’État qui contrôlait les autorisations de constitution des sociétés anonymes, la pratique se stabilisa peu à peu et la société par actions se construisit sur le modèle des sociétés de personnes. Sa nature contractuelle exigeait alors que les actionnaires, parties au contrat de société, – ou du moins ceux qui détenaient un part minimale du capital – aient un droit de participation en assemblée<sup>41</sup>. Elle imposait également une certaine égalité entre eux malgré l’abandon du principe de l’unanimité, ce qui explique la longue prédominance du vote par tête<sup>42</sup>. Lorsque le vote proportionnel se développa, le Conseil d’État le subordonna à un plafonnement des droits de vote<sup>43</sup>. Ce n’est que peu à peu que la pratique se libéralisa : le principe de proportionnalité s’affirma<sup>44</sup>, la personnalité morale de la société s’assit, l’idée d’institution se dégagea<sup>45</sup>. La construction se fit ainsi par touches successives à partir du schéma contractuel, la pratique, le juge et le législateur se relayant pour donner à la société la forme qu’on lui connaît aujourd’hui, tandis que le rôle des associés demeurerait.

Le schéma contractuel explique ainsi que les associés se soient vus conférer originellement un pouvoir décisionnel au sein des sociétés<sup>46</sup>. Il ne suffit toutefois pas à justifier que le système se

---

<sup>36</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX<sup>ème</sup> siècle*, PUF, 1985, p. 365.

<sup>37</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 192 et s.

<sup>38</sup> V. A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 166 et s.

<sup>39</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 178 et s., spéc. p. 180, et p. 356.

<sup>40</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 193 et s.

<sup>41</sup> Sur le caractère artificiel du recours au contrat pour justifier le principe majoritaire, V. G. RIPERT, « La loi de la majorité dans le droit privé », in *Mélanges juridiques dédiés à M. le Professeur Sugiyama*, Sirey, 1940, p. 355.

<sup>42</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 368.

<sup>43</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 369-370.

<sup>44</sup> C’est la loi du 24 juillet 1867 qui condamne le vote par tête dans les sociétés anonymes, encore qu’il demeure possible de stipuler des clauses de plafonnement qui modèreraient le principe de proportionnalité. V. sur le passage du vote par tête au vote proportionnel dans les sociétés par actions au XIX<sup>ème</sup> siècle : B. BERENGER, *Les conventions relatives au droit de vote dans les sociétés anonymes*, th. Paris, 1946, n° 6.

<sup>45</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 449. V. égal. A. AMIAUD, « L’évolution du droit des sociétés par actions », in *Études offertes à G. Ripert*, t. 2, LGDJ, 1950, p. 287.

<sup>46</sup> V. sur ce thème A. A. BERLE, *Power without property*, Sidgwick and Jackson Limited, 1959, p. 107 : « *In short, the power has outgrown the mandate ; the ritual process of selection has only historical connection with the real function and concurrent power entrusted to the individuals. If we were building the American economic system anew, we might wonder whether the present system of stockholders’ votes was the best way, or even a good way, of choosing managers or of locating power. It continues chiefly*

soit maintenu alors que la physionomie des sociétés s'est modifiée au fil du temps pour s'éloigner d'un modèle contractuel pur<sup>47</sup>, et qu'il ait été considéré comme légitime et efficace.

**4. – Autres explications de l'attribution du droit de vote.** Si la référence au caractère contractuel de la société pour légitimer le vote des associés paraît suranné, l'on pourrait être tenté de rechercher une explication à l'attribution du droit de vote dans les discours politiques ou économiques. Deux éléments y reviennent régulièrement, souvent implicitement : le caractère démocratique du vote des associés et le droit de contrôle qui leur appartient nécessairement en tant que « propriétaires » de la société.

La référence fréquente à l'idée de « *démocratie actionnariale* », dans les sociétés par actions, pourrait laisser penser qu'une explication politique s'est substituée à l'explication contractuelle. L'attribution du pouvoir de décision aux associés ne découle-t-elle pas naturellement de l'application à la société des principes démocratiques ? L'argument étaye la revendication d'un accroissement des prérogatives des actionnaires. Et il est séduisant. Si l'on compare les associés aux citoyens d'un État, comment pourrait-on, dans nos sociétés occidentales, contester la souveraineté des actionnaires ?

Il ne faut toutefois pas s'avancer trop loin dans cette voie. Les considérations qui guident la philosophie politique n'ont rien de commun avec celles qui animent le droit des sociétés en ce que chacun poursuit des objectifs propres. Si la Cité s'organise en vue du Bien commun, la constitution de la société, selon l'article 1832 du Code civil, vise à un enrichissement collectif par la poursuite de l'objet social, dont les associés espèrent un enrichissement personnel<sup>48</sup>. Il est vrai qu'aujourd'hui et dans notre culture, le vote, couplé à la loi majoritaire, est souvent compris comme un trait démocratique. C'est d'ailleurs au moment des révolutions anglaises, américaines et françaises, et avec l'avènement de régimes représentatifs d'essence plus démocratique que le mot « vote », dérivé du terme latin *votum* – qui désigne un vœu, un choix solennel –, apparaît en langue anglaise puis est transposé en français<sup>49</sup>. Mais il n'est pas l'apanage de la démocratie.

---

*because no one has come up with a better scheme* ». Trad. libre : « En résumé, le pouvoir a dépassé le mandat ; la procédure rituelle de sélection n'a plus qu'un lien historique avec la fonction réelle et le pouvoir subséquent confié aux individus. Si nous devons reconstruire le système économique américain, on pourrait se demander si le système actuel du vote des actionnaires est le meilleur moyen, ou même un bon moyen de choisir les dirigeants et d'allouer le pouvoir. Il est conservé, en bref, parce que personne n'a trouvé mieux ».

<sup>47</sup> V. cependant récemment, considérant le droit de vote comme l'expression du consentement de l'associé : M. BUCHBERGER, *ouvr. préc.*, n° 85 et s.

<sup>48</sup> V. notamment D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Joly, 2004, n° 4.

<sup>49</sup> Sur l'étymologie, V. P. IMBS et B. QUEMADA (sous la direction de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIX<sup>ème</sup> et du XX<sup>ème</sup> siècles (1789-1960)*, éd. Gallimard, 1992, V° Vote. Le verbe voter semblait déjà usité, mais son usage était cantonné à la matière religieuse. V. P. RICHELET, *Dictionnaire de la langue française, ancienne et moderne*, Chez J. Estienne, 1728, V° Voter : « Terme qui est en usage parmi quelques moines et qui signifie donner sa voix

L'élection a ainsi été employée par des régimes autoritaires en quête de légitimité<sup>50</sup>. Nombre de philosophes politiques considèrent d'ailleurs que le vote n'est pas un trait de la démocratie mais celui de l'aristocratie ou de l'oligarchie<sup>51</sup>, la démocratie recourant plutôt au tirage au sort<sup>52</sup>. Quoi qu'il en soit, celle-ci suppose certes un gouvernement par le peuple, mais également l'isonomie<sup>53</sup> : chacun doit détenir une même part de souveraineté et se voir reconnaître les mêmes droits. Si l'on considère aujourd'hui le vote comme un outil au service de la démocratie, on entend donc par là un vote au suffrage universel et égalitaire. Or dans les sociétés, il est rare que tous les actionnaires détiennent des droits politiques égaux. Dans nombre de formes sociales, le principe n'est pas celui du vote par tête mais du vote proportionnel à la quotité de capital détenu<sup>54</sup>. À cet égard, si l'on voulait tenter de rapprocher le gouvernement des sociétés de celui d'un État, la qualification d'oligarchie, et plus précisément de ploutocratie, serait généralement mieux adaptée. L'affirmation se vérifie sans conteste pour les sociétés de capitaux, mais également pour nombre de sociétés de personnes. Seules certaines sociétés à fort *intuitus personae* échapperaient à cette qualification. L'expression de « démocratie actionnariale » est donc trompeuse<sup>55</sup>. En outre, la démocratie étant le gouvernement du peuple, que serait le « peuple » en matière sociale ? Se résumerait-il aux associés ? Pourquoi ne désignerait-il pas la communauté des parties prenantes, et notamment les salariés ? La comparaison des systèmes sociétaires et démocratiques est en définitive trop superficielle pour avoir une valeur explicative de l'attribution du droit de vote aux associés.

---

*dans quelque affaire qui regarde le Convent, ou la Religion* » ; D. DIDEROT et J. D'ALEMBERT (sous la dir.), *ouvr. préc.*, V<sup>o</sup> Voter.

<sup>50</sup> Par ex., O. IHL, *Le vote*, *ouvr. préc.*, p. 70 et s. ; P. FAVRE, *La décision de majorité*, Presses de la fondation nationale des sciences politiques, 1976, p. 117.

<sup>51</sup> Cela est vrai chez les philosophes grecs et romains. On la retrouve encore chez certains modernes. V. par ex. J.-J. ROUSSEAU, *Du contrat social*, Livre IV, chap. 3, Ed. Marc Michel Rey, 1762, p. 246 et s.

<sup>52</sup> Athènes le préférerait d'ailleurs au vote pour nombre de fonctions publiques le vote étant réservé à la désignation à quelques hautes fonctions et à la prise de décision en assemblée. V. B. MANIN, *Principes du gouvernement représentatif*, Flammarion, 1996, p. 21 et s.

<sup>53</sup> V. THUCYDIDE, *La Guerre du Péloponnèse*, Livre 2, XXXVII, trad. J. De Romilly, Les belles lettres, 1981, p. 26, citant un discours de Périclès : « Pour le nom [de notre régime politique], comme les choses dépendent non pas du petit nombre mais de la majorité, c'est une démocratie. S'agit-il de ce qui revient à chacun ? La loi, elle, fait à tous, pour leurs différends privés, la part égale, tandis que pour les titres, si l'on se distingue en quelque domaine, ce n'est pas l'appartenance à une catégorie, mais le mérite, qui vous fait accéder aux honneurs ; inversement, la pauvreté n'a pas pour effet qu'un homme, pourtant capable de rendre service à l'État, en soit empêché par l'obscurité de sa situation ».

<sup>54</sup> C'est le cas dans les sociétés anonymes (L. 223-122 C. com.) et les sociétés à responsabilité limitée (L. 223-28). Dans les sociétés civiles et les sociétés en nom collectif, le principe est le vote par tête, encore qu'une grande liberté soit donnée aux associés.

<sup>55</sup> A. CONSTANTIN, *th. préc.*, n° 36 ; CL. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Sirey, 1962, n° 26 et s. ; C. CLERC, « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *RTDF* 2007, n° 3, p. 88 ; P. FAVRE, *ouvr. préc.*, p. 154 et s. ; J. PEYRELEVADE, *Le capitalisme total*, Seuil – La république des idées, oct. 2005, spéc. p. 23 et s. ; G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1951, n° 42 ; A. REYGROBELLET, « Proportionnalité entre capital et contrôle : faut-il interdire toute dérogation au principe « une action = une voix ? », *RTDF* 2007, n° 3, p. 101.

Écartons également une justification de l'attribution du droit de vote aux associés qui serait fondée sur la propriété des actifs sociaux<sup>56</sup>. Si l'on peut concevoir que le terme de propriété, au sens économique<sup>57</sup>, puisse illustrer le pouvoir des associés au sein de la société, le recours à la notion de propriété, en son sens juridique, ne permet pas de légitimer l'octroi du droit de vote aux associés. Alors même que l'on considérerait les associés comme titulaires d'un droit de propriété sur les actifs sociaux, l'explication serait insuffisante. Car la société ne peut se résumer à son patrimoine<sup>58</sup>. Elle abrite souvent – mais non systématiquement – une entreprise, organisation complexe, groupant différents facteurs, matériels et humains<sup>59</sup>. Elle est un ensemble organisé ; elle est aussi un ensemble de femmes et d'hommes ; elle est enfin au centre d'un réseau de relations d'affaires, entre créanciers, fournisseurs et clients. Ce sont là autant d'éléments qui laissent percevoir qu'un droit de propriété sur les actifs sociaux ne saurait suffire à expliquer le pouvoir de contrôle des associés sur cette entité complexe<sup>60</sup>. Relevons en outre que la thèse de la propriété des associés sur les actifs sociaux a perdu ses soutiens au fur et à mesure que la personnalité morale de la société s'affirmait. Au XVIII<sup>ème</sup> siècle, Pothier affirmait que la société constituait une communauté et que les biens qui y étaient apportés devenaient la propriété commune des associés<sup>61</sup>. Au XIX<sup>ème</sup> siècle, l'idée de la propriété des associés était débattue. En sa faveur, les thèses d'une copropriété<sup>62</sup>, d'une propriété collective<sup>63</sup>, d'un patrimoine d'affection<sup>64</sup>, d'une « charge réelle (...) se rattachant en partie aux servitudes et en partie aux hypothèques »<sup>65</sup> ont été

---

<sup>56</sup> V. évoquant ce fondement traditionnel et le récusant, S. M. BAINBRIDGE, « The case for limited shareholder voting rights », *art. préc.*, spéc. p. 604.

<sup>57</sup> Sur la distinction entre propriété juridique et propriété économique en matière sociale, V. G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1951, n° 44 ; A. A. BERLE et G. C. MEANS, *The modern corporation and private property*, *ouvr. préc.*, spéc. p. 304 ; P. P. HARBRECHT, « The modern corporation revisited », *Columbia Law Review* 1964, vol. 64, p. 1411. Rapp. égal. ; H. LE NABASQUE, *Le pouvoir dans l'entreprise – Essai sur le Droit D'Entreprise*, th. Rennes, 1986, n° 164

<sup>58</sup> V. S. M. BAINBRIDGE, « The case for limited shareholder voting rights », *art. préc.*, spéc. p. 604 ; J. PAILLUSSEAU, « L'efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir », *Petites aff.* 19 juin 1996, n° 74, p. 17.

<sup>59</sup> Sur la définition de la notion d'entreprise, V. J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme – technique d'organisation de l'entreprise*, *ouvr. préc.*, p. 66 et s. ; H. LE NABASQUE, *th. préc.*, n° 1 et s., spéc. n° 5.

<sup>60</sup> Rapp. H. LE NABASQUE, *th. préc.*, n° 15 et s., n° 168 et s., concernant le pouvoir d'organisation et de direction du chef d'entreprise.

<sup>61</sup> R.-J. POTHIER, *Du contrat de société*, 1781, n° 2 et s. : « Si des associés ne mettent quelquefois en société que la jouissance de certaines choses, dont ils demeurent chacun séparément propriétaires, ils mettent aussi quelquefois en société les choses mêmes qu'ils y apportent, et les rendent communes entre eux, aussi bien pour la propriété que pour la jouissance ».

<sup>62</sup> E. PERSIL, *Des sociétés commerciales*, Delaunay, 1833, p. 135 ; J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., H. Plon, 1857, n° 992. V. égal. R.-T. TROPLONG, *Le droit civil expliqué suivant l'ordre du Code – Du contrat de société ou commentaire des titres IX et X du Code civil*, Ad. Wahlen et compagnie, 1803, n° 70 : « La fiction du corps moral a beau se recommander par la raison et la force des choses, elle ne peut faire que, sous certains rapports, les associés ne se regardent pas comme étant en réalité propriétaires indivis des apports mis en commun (...) ».

<sup>63</sup> M. PLANIOL, *Traité élémentaire de droit civil*, t. 1, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1908, n° 3005 et s. et spéc. en matière sociale n° 3046 ; H. BERTHELEMY, *Traité élémentaire de droit administratif*, 9<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1920, p. 28 et s., spéc. p. 30 : « Les biens des associés sont séparés du patrimoine de l'association ; qui donc alors est propriétaire de celui-ci ? Ce sont les associés réunis comme s'ils ne faisaient qu'une personne ».

<sup>64</sup> V. sur ces théories en matière sociale, R. SALEILLES, « Étude sur l'histoire des sociétés en commandite », *Annales dr. com.* 1895, p. 10 et s. et p. 47 et s. ; 1897, p. 29 et s., spéc. n° 48 et s.

<sup>65</sup> E. THALLER, Revu et mis à jour par J. PERCEROU, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1, 8<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1931, spéc. n° 291.

développées conjointement<sup>66</sup>. Elle s'est toutefois estompée. Deux éléments y ont sans doute contribué. D'une part, la personnalité morale de la société a été expressément affirmée<sup>67</sup>. D'autre part, le régime des droits et obligations des associés s'est affiné pour laisser pleinement place à l'interposition de la personnalité morale entre ceux-ci et les actifs sociaux. Alors même que la personnalité morale des sociétés commerciales était admise, sa portée demeurerait en effet très incertaine et il n'était pas rare qu'elle apparaisse à certains comme un voile purement transparent. Peu à peu, les contours de la personnalité morale de la société se sont dessinés plus distinctement. Au fil du temps et jusqu'en 1966, le législateur et la jurisprudence se sont relayés pour dégager plus clairement les droits et obligations des associés. Aujourd'hui, celle-ci constitue un écran opaque entre les actifs sociaux et les associés. Refuser aux associés un droit de propriété sur le patrimoine social paraît ainsi peu contestable en l'état du droit positif<sup>68</sup>. Seules les sociétés sans personnalité morale échappent à cette analyse.

Évoquer la propriété des actifs sociaux comme fondement du droit de vote des associés ne satisfait donc pas, et la référence à la démocratie n'est pas plus appropriée.

**5. – Intérêts attachés à la question.** La question de l'attribution du droit de vote, pourtant fondamentale, reste ainsi en grande partie inexplorée. Cette absence de réflexion véritable se

---

<sup>66</sup> V. retraçant ces différentes théories, de manière générale : R. SALEILLES, *De la personnalité juridique*, éd. La mémoire du droit, Réimpression de l'édition de 1910, 2003. En matière sociale : P. PIC, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 1, 2<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1924, n° 168 et s. ; E. THALLER, par J. PERCEROU, *ouvr. préc.*, n° 284 et s. ; M. PLANIOL et G. RIPERT, *Traité de droit civil français*, t. 1, *Les personnes*, par R. SAVATIER avec le concours de J. SAVATIER, LGDJ, 2<sup>ème</sup> éd., 1952, n° 68 et s. V. égal. M. CAFFIN-MOI, *Cession de droits sociaux et droit des contrats*, Préf. D. Bureau, Economica, 2009, n° 392 et s.

<sup>67</sup> Dans les sociétés commerciales, celle-ci résultait en effet d'une tradition ancienne (V. notamment J.-V. MOLINIER, *Traité de droit commercial*, t. 2, Joubert, 1846, n° 236 et s. ; J. VALERY, « Comment s'est formée la théorie de la personnalité des sociétés commerciales », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de F. Gény*, t. 1, Sirey, 1935, p. 100) et n'a été transcrite dans les textes qu'en 1966. Dans les sociétés civiles, elle a été débattue (V. par ex. *pro* R.-T. TROPONG, *ouvr. préc.*, n° 66 et s. *Contra* C.-B.-M. TOULLIER, *Le droit civil français suivant l'ordre du Code*, t. 12, Warée, 1826, n° 82 ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 1<sup>ère</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1926, n° 127 et s.) jusqu'à ce que la Cour de cassation la consacre en 1891 (Cass. req. 23 févr. 1891, *DP* 1891, 1, p. 337 ; *S.* 1892, 1, p. 73, note E. MEYNIAL ; H. CAPITANT, F. TERRE et Y. LEQUETTE, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, 12<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2007, n° 15-16).

<sup>68</sup> V. toutefois D. R. MARTIN, « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *D.* 2001, p. 1228 : « (...) Tout ce qui ressortit de la coappropriation participe de la nature de l'indivision : qu'il s'agisse de mitoyenneté, de communauté conjugale, de copropriété immobilière, de société ou de fonds commun ». V. égal. J.-F. QUIEVY, *Anthropologie juridique de la personne morale*, préf. D. R. Martin, LGDJ, 2009, utilisant le terme de « subpropriété ». De manière moins claire, CH. LARROUMET, *Droit civil, Les biens – Droits réels principaux*, t. 2, 5<sup>ème</sup> éd., Economica, 2006, n° 180 : « Sans doute, c'est la personne morale qui est propriétaire des biens de l'entreprise et non pas les associés. Cependant, derrière la personne morale, il y a ceux qui la composent, puisqu'il s'agit d'un groupement de personnes et ce sont les volontés de la majorité d'entre eux qui constitueront la volonté collective. Il est difficile de ne pas considérer que la propriété d'un groupement est une propriété collective, malgré l'unicité de la personnalité morale du groupement ». G. GOUBEAUX, « Personnalité morale, droit des personnes et droit des biens », in *Études dédiées à René Roblot, Aspects actuels du droit commercial français*, LGDJ, 1984, p. 199, spéc. n° 17. V. égal. la position de P. DIDIER et PH. DIDIER, *ouvr. préc.*, 1, n° 45 : « Mais, s'ils sont propriétaires du patrimoine social, les associés ne le sont pas ut singuli et chacun pour une part. Ils le sont ut universi et collectivement. (...) Dans ces conditions, les associés n'ont pas un droit réel sur le patrimoine commun. Leur droit est purement personnel ».

comprendrait aisément si elle ne soulevait pas de difficulté notable. Mais nombreuses sont les hypothèses où le vote des associés suscite des interrogations.

La difficulté tient parfois à la qualification d'associé et affecte subséquemment l'attribution du droit de vote. L'hypothèse la plus évidente est sans doute celle du démembrement de propriété. La question paraît galvaudée tant elle a été discutée et il est vrai que la titularité du vote fait aujourd'hui l'objet de solutions stables. Mais la difficulté renaît dans des situations nouvelles. Mentionnons, brièvement à ce stade, la location et le crédit-bail de parts sociales et d'actions<sup>69</sup>, par exemple, construits quant au vote sur le modèle de l'usufruit et de la nue-propriété<sup>70</sup>. La fiducie, introduite récemment en droit français, constitue également une hypothèse délicate. Alors que l'on s'interroge sur la nature exacte de la propriété fiduciaire, le débat que l'on a connu en matière de démembrement de propriété est susceptible de renaître en présence d'une fiducie portant sur des droits sociaux<sup>71</sup>. Le fiduciaire peut-il être traité, sans particularité aucune, comme un associé ? Le constituant ou le bénéficiaire sont-ils privés des droits attachés aux parts ou actions ou peut-on leur reconnaître, dans une certaine mesure au moins, un droit d'intervention ? Des difficultés relatives à la qualification d'associé persistent donc et de nouvelles figures juridiques soulèvent aujourd'hui des questions similaires à celles qui s'étaient posées en matière de démembrement. La détermination du titulaire du droit de vote constitue alors l'un des principaux enjeux de la qualification.

Parfois encore, la qualification d'associé est clairement admise, mais des doutes pèsent sur la légitimité de son vote. Sur les marchés financiers, par exemple, il est possible pour un investisseur de souscrire simultanément à des actions et à des instruments dérivés permettant de couvrir intégralement le risque qui naît de la première acquisition, afin que l'opération soit neutre. Parfois, l'investisseur construira non pas une position neutre mais une position négative, bénéficiant d'une baisse du cours des titres qu'il a acquis. Les expériences étrangères montrent que ces techniques ont déjà été utilisées afin de peser sur la prise de décision en assemblée, dans un sens qui n'aurait pas été celui suivi par des actionnaires « traditionnels »<sup>72</sup>. L'attribution du droit de vote à ces associés suscite des interrogations. Intuitivement, il semble que la seule qualité d'associé ne suffise plus dans de telles hypothèses à la justifier. D'autres situations soulèvent des difficultés similaires. Tel est le cas du créancier à qui des droits sociaux sont transférés à titre de

---

<sup>69</sup> La question est notamment évoquée par P. LE CANNU et B. DONDERO, *Droit des sociétés*, 4<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2012, n° 128.

<sup>70</sup> Art. L. 239-3 C. com.

<sup>71</sup> V. comparant le vote de l'usufruitier et celui du fiduciaire : R. DAMMANN et L. AYNES, in « Questions-débats avec la salle », sous R. DAMMANN, « Avantages et inconvénients de la fiducie en cas de procédure collective », *Rev. Lamy dr. civil* 05-2009, n° 60.

<sup>72</sup> V. par ex. l'affaire américaine *Perry/Mylan*, *infra* n° 178 et 228.

garantie, par exemple dans le cadre d'une garantie financière<sup>73</sup>. Ce créancier, que seule intéresse la valeur qu'il pourrait retirer de cette participation en cas de non-paiement, peut-il se voir doter du même droit d'intervention au sein de la société que des associés « traditionnels » ? Ce qui relie ces différentes hypothèses est l'intérêt singulier de ces associés, qui n'a rien de commun avec celui d'un associé « traditionnel ». La difficulté dépasse alors celle qui résulterait d'une situation de conflits d'intérêts. Dans ces derniers cas, il y a coexistence d'intérêts contradictoires<sup>74</sup> : un associé détient un intérêt personnel s'opposant à l'intérêt qu'il a dans la société en tant qu'associé – celui-ci résidant dans un enrichissement personnel découlant de l'enrichissement social aux termes de l'article 1832 du Code civil<sup>75</sup>. Au contraire dans les situations citées, ce dernier intérêt, en principe inhérent à la qualité d'associé, n'existe plus. Celui qui a couvert son risque sur les marchés financiers n'a que faire de l'enrichissement social : la santé financière de la société lui est indifférente, il est assuré de ne pas perdre et ne tirerait rien d'une hausse des cours. Quant au créancier, son souhait est d'être payé ou de pouvoir recouvrer le montant de sa créance en mettant à exécution sa garantie. Il gagne ainsi à une gestion prudente qui lui garantit que les droits sociaux ne perdent pas de leur valeur. Peu lui importe, en revanche, une éventuelle valorisation.

Ces quelques exemples mettent en exergue les intérêts attachés à l'étude de l'attribution du droit de vote et suggèrent que le recours à la qualité d'associé ne saurait épuiser la question.

**6. – Ancienneté des intérêts attachés à la question.** L'absence de plus ample réflexion est d'autant plus surprenante que le constat de l'existence de certains écueils en matière d'attribution du droit de vote n'est pas récent.

Certaines figures ont très tôt donné lieu à des discussions sur ce sujet. Tel est le cas du démembrement de propriété, qui suscite des débats nourris depuis la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle. En l'absence de dispositions impératives, il était admis que les statuts pouvaient régler librement cette question et qu'à défaut de disposition statutaire, l'usufruitier et le nu-propiétaire pouvaient convenir librement de la répartition du vote entre eux<sup>76</sup>. Mais la difficulté naissait en l'absence de solution statutaire et lorsque ceux-ci ne s'étaient pas accordés<sup>77</sup>. Les mêmes incertitudes

---

<sup>73</sup> Art. L. 211-38 et L. 440- 7 C. mon. fin. V. *infra* n° 196 et s.

<sup>74</sup> D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 18.

<sup>75</sup> V. D. SCHMIDT, *ouvr. préc.*, n° 4.

<sup>76</sup> Par ex. : P. PIC, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 3, Rousseau, 1924, n° 1275 ; E. COPPER ROYER, *ouvr. préc.*, t. 2, n° 371.

<sup>77</sup> La question s'est posée sous sa forme actuelle avec l'adoption de la loi du 24 juillet 1966 *sur les sociétés commerciales* et de celle du 4 janvier 1978 *modifiant le titre IX du livre III du Code civil*.

entouraient la situation du créancier nanti dont certains soutenaient qu'il bénéficiait du droit de vote<sup>78</sup>.

Des auteurs se sont également émus, dès la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle, de ce que certains associés exerçaient le droit de vote sans intérêt aucun au sein de la société. L'attribution d'un droit de vote aux titulaires de parts de fondateur a par exemple été discutée, pour être finalement refusée. C'est sans doute le report qui a donné lieu aux discussions les plus vives. Il consistait pour le cessionnaire d'actions sur un marché à terme, le jour de la liquidation, à renvoyer l'exécution de la transaction à la prochaine liquidation<sup>79</sup>. À cette échéance, il acquérait les titres reportés, au même cours que celui initialement fixé, augmenté de la rémunération de sa contrepartie, le reporteur. Qui des deux protagonistes était alors titulaire du droit de vote ? Avec plus d'évidence qu'un titulaire de parts de fondateur qui percevait tout de même un dividende à l'image des actionnaires, le reporteur n'avait aucun intérêt au sein de la société puisque le cours auquel les titres allaient être acquis *in fine* était prédéterminé. La détermination du titulaire du vote supposait de connaître la nature exacte du report<sup>80</sup>. La Cour de cassation a retenu qu'il s'agissait d'un achat au comptant et d'une revente à terme intervenus simultanément sur les mêmes valeurs entre les mêmes personnes<sup>81</sup>. Puisque le report emportait transfert de propriété, il fallait en conclure que ces droits, et tout particulièrement le droit de vote, appartenaient au reporteur<sup>82</sup>. Pourtant cette attribution à un propriétaire temporaire sans intérêt aucun au sein de la société déconcertait, d'autant que le droit de vote a parfois été exercé à des fins contestables<sup>83</sup>. Un arrêt ancien de la cour d'appel de Paris illustre clairement ce malaise. Les juges y reconnaissent au reporteur la

---

<sup>78</sup> Par ex. E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 3<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1904, n° 686 (cela n'apparaît plus dans les éditions plus récentes). Comp. A. WAHL, *Précis théorique et pratique de droit commercial*, Sirey, 1922, n° 858 : « Si même le titre a été donné en gage, c'est le propriétaire qui continue à représenter le titre ; car le seul droit du créancier gagiste est de le retenir en sa possession. La convention contraire est cependant permise. Certains arrêts estiment même que le gagiste et le propriétaire doivent s'entendre pour le vote ». La doctrine dominante retenait cependant que le débiteur, propriétaire des actions, devait rester le seul titulaire du vote (P. PIC, *ouvr. préc.*, t. 3, n° 1276 ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 2<sup>ème</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1929, n° 845 ; CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, t. 2, 7<sup>ème</sup> éd., 1935, n° 1127). C'est ainsi que la jurisprudence s'est orientée et la loi de 1966 a assis ces solutions dans les sociétés anonymes (Art. L. 225-110 C. com.)

<sup>79</sup> Le cédant pouvait également reporter sa position. V. pour une explication simple : G. RIPERT et R. ROBLOT, par PH. DELEBECQUE et M. GERMAIN, *Traité de droit commercial*, t. 2, 15<sup>ème</sup> éd., LDGJ, 1996, n° 1899 et s. ; H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit de la bourse*, Litec, 1998, n° 242. V. égal. C. DAVID, « Le report en bourse », *RTD com.* 1965, p. 287.

<sup>80</sup> V. pour une présentation des différentes théories doctrinales, E. ALLIX, *Des reports dans les bourses de valeurs*, V. Giard et E. Brière, 1900, p. 213 et s. V. égal. F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Préf. L. Lorvellec, LGDJ, 1997.

<sup>81</sup> Cass. req. 3 fév. 1862, *J. Pal.* 1862, p. 707. V. égal. Cass. civ. 1<sup>er</sup> mars 1897, *S.* 1897, 1, p. 444.

<sup>82</sup> En doctrine, V. par ex. à des époques différentes : CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, 2<sup>ème</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1929, n° 845 ; E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, t. 3, Dalloz, 1931, n° 532 ; P. PONT, *Commentaire-Traité des sociétés civiles et commerciales*, t. 2, 1880, Delamotte, p. 557 (qui reconnaît que c'est là la conséquence logique de la solution de la Cour de cassation, même s'il considère que le report a la nature d'un prêt sur gage). En jurisprudence, V. par ex. : Paris 19 avril 1875, *Journ. Pal.* 1876, p. 467.

<sup>83</sup> V. notamment A. MASSONAU, *Les actions à vote privilégié en France et à l'étranger : les avantages de leur réglementation*, Roussau, 1930, spéc. p. 100.



propriété des actions et donc la titularité du droit de vote, mais énoncent comme à regret : « le reporteur n'a eu (...) de ces titres qu'une propriété momentanée ; (...) il peut paraître excessif que des reporteurs possédant des titres d'actions qui ne font que passer entre leurs mains, y trouvent le moyen d'influencer les délibérations d'une assemblée d'actionnaires dans une société à laquelle aucun intérêt sérieux ne les rattache ; mais (...) telle est la conséquence du droit de propriété des actions, en l'absence de toute disposition qui régleme le droit d'assister aux assemblées, de manière à prévenir ce genre d'abus »<sup>84</sup>. Plus radicalement, certains auteurs en étaient venus à proposer de priver le reporteur de son droit de vote<sup>85</sup>. Au tournant des années 1930, période troublée par un certain nombre de scandales financiers, l'un d'eux énumérait ainsi plusieurs pratiques qui auraient nui au bon fonctionnement de la société en ce qu'elles étaient utilisées pour accéder indûment aux assemblées des sociétés par actions : report, acquisition d'actions par des sociétés de placement qui émettaient des titres représentatifs de ces actions tout en conservant les droits de vote, trafic de pouvoirs, ventes à terme<sup>86</sup>... Conscient de l'existence d'abus, le législateur est intervenu pour mieux encadrer la répartition des droits de vote et leur exercice, sans toutefois se préoccuper de ces situations particulières<sup>87</sup>. Une cinquantaine d'années plus tard, Monsieur Viandier mettait de nouveau en exergue cette difficulté. Alors qu'il proposait d'ériger l'apport en critère de la qualité d'associé à côté du droit d'intervention, il décelait dans le report « une nette dissociation entre la qualité d'apporteur et la qualité d'associé », remarquant que l'apport n'était que théorique puisque l'apporteur était assuré de céder ses titres à un prix déterminé, et donc de récupérer cet apport<sup>88</sup>. Mais ces réflexions sont encore restées lettre morte<sup>89</sup>.

**7. – Renouveau des intérêts attachés à la question.** Depuis quelques années, la question de l'attribution du droit de vote revêt une ampleur nouvelle, sans pourtant donner lieu à des réflexions plus poussées. Plusieurs raisons contribuent au renouvellement de l'intérêt qui est attaché à cette étude.

L'adaptation inévitable du droit face aux évolutions sociales, l'innovation constante de la pratique, l'alignement de la loi française sur les droits étrangers, sont autant d'éléments qui ont contribué à renouveler les débats. Certaines controverses ont ainsi pris un tour nouveau au gré

---

<sup>84</sup> Paris 19 avril 1875, *préc.*

<sup>85</sup> E. GAILLARD, *La société anonyme de demain, La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1934, p. 62 et 63. V. égal. évoquant très brièvement la question : H. MAZEAUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, Préf. G. Cohendy, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1929, p. 105.

<sup>86</sup> E. GAILLARD, *ouvr. préc.*, p. 57 et s.

<sup>87</sup> Loi du 13 nov. 1933 prohibant notamment la création d'actions à droit de vote plural ; Décret du 30 octobre 1935 consacrant le principe de proportionnalité du vote dans les sociétés par actions ; Décret-loi du 31 août 1937 qui déclare nulles les clauses qui ont pour objet ou pour effet de porter atteinte au libre exercice du droit de vote dans les assemblées des sociétés commerciales. La loi du 7 mars 1925 instituant les sociétés à responsabilité limitée réglementait déjà beaucoup plus précisément le droit de vote que ce qu'il ne l'était dans les sociétés par actions. V. *infra* n° 20 et s.

<sup>88</sup> A. VIANDIER, *La notion d'associé*, Préf. F. Terré, LGDJ, 1978, n° 33 et s.

<sup>89</sup> Le report a quoi qu'il en soit disparu avec le marché à règlement mensuel en 2000.

des évolutions de l'usage de certaines figures juridiques : par exemple, le démembrement des droits sociaux, loin d'être une simple technique de transmission, constitue aujourd'hui un formidable instrument d'ingénierie juridique<sup>90</sup>. Certaines discussions se sont éteintes tandis que d'autres sont nées. Déjà mentionnée, la fiducie est source d'interrogations nouvelles en droit des sociétés. Mais elle ne peut être isolée. La propriété temporaire, plus généralement, connaît un développement singulier<sup>91</sup>. Par l'augmentation du recours qui en est fait d'abord, encouragé notamment par le développement du capital-investissement et l'évolution des usages financiers. Par la variété des techniques utilisées ensuite. Prêt de consommation, promesses croisées, vente à réméré, vente avec réserve de propriété, pension, garantie financière sont autant de mécanismes susceptibles d'être mis en œuvre, à des fins parfois voisines. Certains ne sont pas propres au droit des sociétés et pourraient sembler n'y revêtir aucune spécificité. Pourtant, appliqués aux actions et parts sociales, objets complexes conférant des droits et obligations au sein d'une personne morale, ils sont parfois sources de difficultés redoutables.

L'essor des marchés financiers a également largement contribué au renouvellement de la question dans les sociétés cotées, et plus généralement dans les sociétés ouvertes. Le chemin parcouru peut être aisément mesuré lorsqu'on se souvient de l'ancienne prohibition des marchés à terme<sup>92</sup>. Les produits financiers se sont d'abord considérablement diversifiés et sophistiqués. Si l'on se limite aux instruments intéressant strictement le droit des sociétés, on dénombre ainsi à côté des actions et obligations, des instruments dérivés divers – titres ou contrats, portant sur une action ou un panier d'actions, pouvant être créés sur mesure –, les parts ou actions des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, auxquels l'on peut ajouter des certificats représentatifs d'actions négociés sur des places étrangères. L'accessibilité de ces produits s'est ensuite considérablement améliorée. La fin des années 1980 et le début des années 1990 marquent le début des mutations que l'on connaît<sup>93</sup> – décloisonnement des marchés,

---

<sup>90</sup> V. par ex. P. MOUSSERON, *Du démembrement des droits sociaux au démembrement des flux sociaux*, *Bull. Joly* 2005, p. 465 ; R. KADDOUCH, « L'usufruit des droits sociaux, technique de transfert du droit de vote », *Bull. Joly* 2004, p. 189.

<sup>91</sup> V. F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Préf. L. Lorvellec, LGDJ, 1997.

<sup>92</sup> V. notamment : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 45 ; P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 3, *La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, PUF, 1999, p. 276 et s. ; J.-M. THINVAUD, « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris, en 1724 », *Rev. d'économie financière* 1998, n° 48, p. 21. Elle a été partiellement levée en 1885 (Art. 1, loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme : « Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont réputés légaux. »), puis en 1985 (Art. 8, loi n° 85-695 du 11 juill. 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier : « Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer portant sur valeurs mobilières, denrées ou marchandises ainsi que tous marchés sur taux d'intérêt sont reconnus légaux. ») et définitivement supprimée en 1991 (Art. 20, loi n° 91-716 du 26 juill. 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier : « Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer portant sur valeurs mobilières, denrées ou marchandises ainsi que tous marchés sur taux d'intérêt, sur indices ou sur devises sont reconnus légaux. »).

<sup>93</sup> P. BEZARD, « L'évolution du monde financier : bilan et perspectives », *Lamy dr. aff.* 2003, n° 63.

augmentation du volume des transactions, internationalisation des mouvements de capitaux<sup>94</sup> –, favorisées par le perfectionnement de la construction européenne et le développement de technologies nouvelles.

Le développement des marchés financiers ne suffit toutefois pas, en lui-même, à expliquer l'évolution des intérêts attachés à la question de l'attribution du droit de vote. C'est envisagé conjointement à la montée de l'activisme actionnarial et aux modifications des pratiques de marché qu'il acquiert tout son sens. La décennie 2000 a vu s'affirmer, au sein de instances européennes, l'idée que les actionnaires devaient être remis au centre du système sociétair, le renforcement de leurs droits étant conçu comme une condition de l'amélioration du gouvernement d'entreprise et d'une économie compétitive<sup>95</sup>. La France a alors été incitée à délaisser le modèle traditionnel rhénan<sup>96</sup> et à faire évoluer son système de gouvernement d'entreprise<sup>97</sup>. Conjointement, l'investissement institutionnel s'est développé<sup>98</sup> et ses acteurs ont été encouragés à voter<sup>99</sup>. Le vote a été présenté comme un outil de gestion financière, ce qui a sans doute accéléré la prise de conscience quant aux opportunités qu'il offrait. Plus qu'un simple moyen d'expression sur la gestion sociale, il a alors parfois été perçu comme un instrument d'influence directe des cours, à court terme. En outre, l'internationalisation des marchés a conduit à l'importation de pratiques étrangères plus agressives que celles que connaissaient les marchés français. L'éventail des instruments financiers cités, couplé à l'exercice du droit de vote, a ainsi été utilisé à des fins de spéculation. Les marchés américains qui ont vu naître ces pratiques en offrent de nombreux exemples et l'ouverture des marchés explique qu'elles ne s'y soient pas limitées. Relevons toutefois que, ces dernières années, le constat de certains abus associé à la crise

---

<sup>94</sup> V. par ex. A. PIETRANCOSTA, «La modernisation des voies de l'harmonisation européenne du droit boursier», *Les Petites aff.* 6 oct. 2004, p. 3.

<sup>95</sup> V. F. BOLKESTEIN, Commissaire européen pour le marché intérieur, « Intelligence 2001 on the World, on Europe, on Italy », Ambrosetti Annual Forum, 8 sept. 2001, Speech/01/373, disponible sur <http://europa.eu> : « No-one is forcing the European Union to become more competitive than the United States in nine years time. But if that is what we really want, we must leave the comfortable surroundings of the Rhineland and move closer to the tougher conditions and colder climate of the Anglo-Saxon form of capitalism, where the rewards are greater but the risks also ». Trad. libre : « Personne n'oblige l'Union européenne à devenir plus compétitive que les États-Unis en neuf ans. Mais si c'est ce que nous voulons vraiment, nous devons abandonner le confortable modèle rhénan pour nous rapprocher des conditions plus dures et du climat plus froid du capitalisme anglo-saxon, où les récompenses sont plus élevées mais les risques aussi ».

<sup>96</sup> Sur le capitalisme rhénan et le capitalisme financier : M. ALBERT, *Capitalisme contre capitalisme*, Ed. du Seuil, 1991 ; J.-H. LORENZI, *La guerre des capitalismes aura lieu*, Perrin, 2008.

<sup>97</sup> Sur les différents systèmes de gouvernement d'entreprise, V. notamment H. HANSMANN et R. H. KRAAKMAN, « The End of History for Corporate Law », *Geo. L. J.* 2001, vol. 89, p. 439 ; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER, « Corporate Ownership around the World », (1999) 54, *J. Fin.* 471. V. égal. sur ces questions A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, Préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, 2012, n° 350 et s.

<sup>98</sup> PH. BISSARA, « L'influence de la professionnalisation de l'actionnariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières », in *Mélanges en l'honneur de Michel Vasseur*, Banque éd., 2000, p. 11 ; I. PARACHEKOVA, *Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée*, Préf. J.-P. Gastaud, LGDJ, 2005, spéc., n° 16 et s. V. égal. pour un état des lieux de la situation à la fin des années 1990 : E. JEFFERS et D. PLIHON, « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Rev. éco. fin.* 2001, n° 63, p. 5.

<sup>99</sup> V. notamment sur « l'obligation » de vote des sociétés de gestion : *infra* n° 267 et s.

hypothécaire a fait émerger un courant de pensée plus respectueux des diversités des systèmes nationaux de gouvernance<sup>100</sup>, et semble même avoir amorcé un retournement de tendance<sup>101</sup>.

A ces modifications des paysages juridiques et financiers, s'est ajoutée une évolution incontestable des esprits, contribuant à l'expansion des mécanismes de couverture du risque social. Limiter le risque couru pourrait apparaître comme une volonté naturelle chez tout entrepreneur. Pourtant, le risque fut longtemps accepté comme la nécessaire contrepartie des chances de gain, sans que l'on ne cherche aucunement à remettre en cause cet état des choses<sup>102</sup>. En droit des sociétés, c'est sans doute la limitation de la responsabilité de certains associés qui a été perçue comme la première atteinte à ce principe et elle a longtemps mis la doctrine mal à l'aise. Dans les sociétés en commandite dont le schéma est pourtant ancien, la limitation de la responsabilité des commanditaires a déconcerté. Il en est résulté une adaptation du statut de ces associés particuliers et le Code de commerce de 1808 a ainsi interdit au commanditaire de s'immiscer dans la gestion sociale<sup>103</sup>. La responsabilité limitée des actionnaires de sociétés anonymes a également été discutée et elle n'a pas été étrangère à l'exigence, dans un premier

---

<sup>100</sup> *Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law*, Bruxelles, 5 avril 2011, spéc. p. 10 et s., disponible sur <http://ec.europa.eu/> : « *The Member States display a multitude of highly sophisticated corporate governance systems that regulate the distribution of powers within a company and the organisational structures that constitute the company. Each system has been developed over time and reflects a careful balancing of interests. (...) The different corporate governance systems of the Union should not be viewed as an obstacle to free enterprise within a single market, but as a treasure trove of different solutions to a wide variety of challenges that has been experienced and overcome.* » Trad. libre : « *Les États membres présentent une multitude de systèmes très élaborés de gouvernement d'entreprise, qui définissent la répartition des pouvoirs au sein de la société et les organes sociaux. Chaque système s'est développé au fil du temps et traduit un équilibre délicat entre les intérêts en présence. (...) Les différents systèmes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union ne devraient pas être perçus comme des freins à la libre entreprise au sein du marché unique, mais comme un précieux réservoir de solutions diverses répondant à une large variété de défis qui ont été affrontés et maîtrisés* ». V. égal. L. COCKS et A. DIGNAM, « *The end of history for Anglo-Saxon Outsider Corporate Governance : Are we all French now ?* », in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. de A. Couret et H. Le Nabasque, Joly éd., 2010 p. 75 ; CL. CHAMPAUD, *Manifeste pour la doctrine de l'entreprise*, Préf. H. Bouthinon-Dumas et A. Masson, Larcier, 2011, p. 245 et s.

<sup>101</sup> V. par ex. le concept de *shared value* développé par M. E. Porter et M. R. Kramer considérant que les entreprises peuvent gagner en compétitivité tout en contribuant au progrès social et condamnant les stratégies de création de valeur à court-terme : M. E. PORTER et M. R. KRAMER, « *Creating shared value* », *Harvard Business Review* janv.-fév. 2011, vol. 89, issue 1/2, p. 62 ; « *Strategy and society : the link between competitive advantage and corporate social responsibility* », *Harvard Business Review* dec. 2006, vol. 84, issue 12, p. 78. V. égal. les travaux européens qui envisagent de favoriser les stratégies de long-terme, par exemple en envisageant l'allègement des obligations d'information comptables imposées aux entreprises : *Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law*, Bruxelles, 5 avr. 2011, spéc. p. 38 ; Commission européenne, *Livre vert, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, COM(2011) 164 final, 5 avr. 2011. V. égal. sur cette évolution, A. GAUDEMET, « *L'exercice du pouvoir dans les sociétés* », Rapport français, in *Le pouvoir dans les sociétés, Journées chiliennes, Association H. Capitant*, 2012, disponible sur <http://www.henricapitant.org/>.

<sup>102</sup> V. A. BENABENT, « *Observations finales* », in *L'aléa*, Journées nationales de l'association Capitant, t. XIV, Le Mans, Dalloz, 2010, p. 97.

<sup>103</sup> V. par ex. J.-G. LOCRE, *Esprit du Code de commerce*, t. 1<sup>er</sup>, Dufour, 1829, p. 84 : « *En admettant qu'un associé commanditaire puisse gérer et administrer, même en vertu d'une procuration, sans perdre son caractère, celui qui voudra abuser en trouvera facilement les moyens (...). Ses entreprises sont d'autant plus hardies, plus hasardeuses, qu'en cas de faillite, sa fortune et sa réputation ne seront pas compromises : ainsi, que lui importent les hasards et les chances du commerce ? Ils sont tous pour lui ; il les brave tous : s'il réussit, il en partagera les profits ; s'il échoue, il ne perdra que sa mise de fonds, et se croira quitte envers les créanciers, même envers l'honneur* ». Il était également débattu du point de savoir si les commanditaires devaient restituer les bénéfices perçus pendant la vie sociale, en cas de faillite de la société.

temps, d'une autorisation gouvernementale pour leur constitution<sup>104</sup>. La création de la société à responsabilité limitée en 1925 a en revanche été mieux accueillie, du fait des exemples qui l'avaient précédée<sup>105</sup>. On peut pleinement mesurer l'évolution des esprits lorsque l'on compare ces débats doctrinaux<sup>106</sup> avec l'admission quasi unanime aujourd'hui de l'opportunité des promesses de cession portant sur des droits sociaux dans le domaine du capital-investissement. Celles-ci ont pourtant le plus souvent pour effet d'exonérer le capital-risqueur de tout risque et de lui assurer une rémunération minimale. La limitation du risque pris est devenue, au fil du XX<sup>ème</sup> siècle, un véritable enjeu. Sans doute peut-on y voir là l'expression d'un phénomène plus général décrit par les sociologues du risque<sup>107</sup> : la répartition des risques serait devenue le centre des questionnements de nos sociétés industrialisées contemporaines. Le risque n'est plus un donné extérieur qu'il convient d'accepter ; il peut être maîtrisé, réparti, transféré, couvert<sup>108</sup>.

**8. – Enjeux.** L'attribution du droit de vote aux associés est ainsi d'une fausse simplicité et suscite aujourd'hui un certain nombre de doutes. Ceux-ci sont source d'interrogations sur la légitimité des décisions adoptées et des dirigeants choisis, d'autant plus embarrassantes que l'on a tenté, depuis plusieurs années, de renforcer les prérogatives des actionnaires et de faciliter leur exercice, dans l'objectif affiché d'améliorer le gouvernement d'entreprise. La légitimité de la construction actuelle du droit des sociétés pourrait également en être affectée. La répartition et l'exercice des pouvoirs au sein des sociétés sont un domaine empreint d'ordre public. Un contournement trop aisé des principes d'attribution du droit de vote ne remettrait-il pas en cause l'utilité et la cohérence d'un tel système impératif ? En outre et plus simplement, la mise en œuvre de certaines techniques en matière sociale est parfois incertaine, ce qui non seulement en dissuade l'emploi, mais encore fait peser un risque sur la validité des décisions adoptées. Enfin, il faut noter que dans les sociétés cotées, certaines stratégies financières, au-delà des problèmes qu'elles

---

<sup>104</sup> J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., Plon, 1857, n° 1040 : « Mais comme les sociétés anonymes diffèrent des autres sociétés en ce qu'il n'est pas nécessaire qu'il y ait des associés tenus indéfiniment de toutes les dettes sociales ; comme les engagements sociaux ne produisent point de solidarité contre chaque associé ; comme ces associés, même lorsqu'ils se mêlent de l'administration, ne peuvent perdre au-delà de leurs mises, et que cependant ils conservent la chance de prendre part à tous les bénéfices, on a prévu tout ce que des établissements de ce genre pourraient avoir de fâcheux résultats pour les créanciers, soit par la fraude ou l'imprudence qui aurait présidé à leur organisation, soit par les suites d'une mauvaise gestion. Par ce motif, dans presque tous les pays, on ne permet de former des sociétés de cette espèce qu'avec l'autorisation du pouvoir législatif, ou au moins celle du gouvernement ». V. égal. A. WHAL, *ouvr. préc.*, n° 640 et s.

<sup>105</sup> V. notamment J. LEPARGNEUR, « La loi nouvelle sur les sociétés à responsabilité limitée », *Journ. sociétés* 1925, p. 257.

<sup>106</sup> V. plus récemment la condamnation morale de G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne, ouvr. préc.*, n° 45 : « Le législateur s'attache désespérément à sauvegarder les droits de ces propriétaires souverains que seraient les actionnaires. Méritent-ils un tel intérêt ? Ils ont apporté des capitaux pour en retirer un profit sans travail. Leur acte est purement intéressé. Non pas même cet intérêt du créateur qui a sa beauté, mais cet intérêt sordide de gagner le plus en risquant le moins ».

<sup>107</sup> V. notamment, à l'origine de ces théories, U. BECK, *La société du risque*, 1986, Préf. B. Latour, Trad. L. Bernardi, Flammarion, 2008.

<sup>108</sup> V. sur ces questions, dans le domaine juridique : H. BARBIER, *La liberté de prendre des risques*, Préf. J. Mestre, PUAM, 2010 ; J. MOURY (sous la dir. de), *Le risque, Rapport annuel de la Cour de cassation*, 2011, p. 75 et s. ; J. MOURY, « Le droit confronté à l'omniprésence du risque », *D.* 2012, p. 1020.

soulèvent relativement au fonctionnement social, peuvent affecter le bon fonctionnement des marchés financiers.

On perçoit que les difficultés soulevées par l'attribution du droit de vote revêtent une particularité certaine dans les sociétés cotées. Mais elles affectent tout autant les autres types de sociétés. D'une part, beaucoup des techniques utilisées dans les sociétés cotées ne sont pas exclusives des sociétés non cotées. Certaines y présentent moins d'intérêt, il est vrai. D'autres peuvent en revanche y être largement utilisées à des fins d'organisation du patrimoine ou de transmission du pouvoir. D'autre part, les principes qui président à l'attribution du droit de vote sont similaires quel que soit le type de sociétés envisagé<sup>109</sup>. La réflexion n'aura pas d'intérêt toutefois pour les sociétés créées de fait, qui ne sont généralement qualifiées ainsi qu'à leur dissolution. Elle aura également peu d'intérêt dans les sociétés en participation. Certaines questions naissent en effet de ce que plusieurs personnes disposent de droits conjoints sur des parts ou actions ou encore de la pratique des cessions temporaires de droits sociaux qui ont pour effet d'intéresser potentiellement plusieurs personnes à la gestion sociale. Or le caractère éminemment contractuel des sociétés en participation, leur absence de personnalité morale et de capital social expliquent que ces pratiques n'y aient pas cours. Les stratégies de couverture du risque peuvent aussi susciter des difficultés. Là encore, le caractère contractuel et fermé de ces sociétés, leur durée souvent courte, l'objectif fréquent de coopération qu'elles satisfont, rendent ces stratégies peu probables.

**9. – Développements récents.** Malgré leurs enjeux, ces difficultés nouvelles affectant l'attribution du droit de vote ont peu attiré l'attention jusqu'à présent. Deux auteurs américains y ont consacré quelques articles à la fin des années 2000<sup>110</sup>. Ils y distinguent deux phénomènes observables dans les sociétés cotées. Ils décrivent d'abord ce qu'ils nomment « *empty voting* », *vote vide*, consistant à voter sans supporter le risque normalement inhérent à la détention d'actions. Ils y décrivent ensuite ce qu'ils qualifient de « *hidden (morphable) ownership* », *détention dissimulée (transformable)*, désignant la situation de ceux qui ont un intérêt économique dans la société assimilable à celui découlant de la titularité d'actions, sans être cependant actionnaires. Ceux-ci disposent souvent de moyens aisés d'influer sur l'exercice du droit de vote ou d'acquérir des titres leur conférant ce droit, ce qui explique l'emploi du terme « *transformable* ». Ces opérations leur

---

<sup>109</sup> Seule la répartition des droits de vote – proportionnalité, vote par tête – peut varier en fonction du degré d'ouverture de la société et de la responsabilité des associés.

<sup>110</sup> H. HU et B. BLACK, « The New Vote Buying : Empty Voting and Hidden (morphable) ownership », *Southern California Law Review* 2006, vol. 79, p. 811 ; « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership – Taxonomy, Implications, and Reforms », *The Business Lawyer*, vol. 61, mai 2006, p. 1011 ; « Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership : Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership », *Journal of Corporate Finance* 2007, vol. 13, p. 343.

permettent d'exercer un pouvoir au sein de la société sans être généralement soumis aux obligations de transparence qui visent les actionnaires. Quelques auteurs, généralement de tradition de *Common law*, ont poursuivi ce travail<sup>111</sup>.

Au niveau réglementaire, l'encadrement des pratiques permettant l'accès occulte au vote a souvent évolué. Plusieurs pays, dont la France, les ont soumis à transparence dans le cadre de la législation des franchissements de seuils. Cependant, en ce qui concerne le vote vide, ces études ont rarement été suivies d'effet. Au niveau européen, celui-ci est apparu dans les débats à l'occasion de la réflexion lancée par la Commission européenne sur l'opportunité d'imposer un principe strict de proportionnalité entre le capital et les droits de vote détenus<sup>112</sup>. Ces travaux n'ont finalement pas eu de suite. Le vote vide a également été évoqué parallèlement à l'accès occulte au vote à l'occasion de la révision de la directive *Transparence*<sup>113</sup>. Quelques années plus tard, le Forum européen du gouvernement d'entreprise a attiré l'attention sur ces pratiques, soutenant que seuls les actionnaires supportant le risque social devraient exercer le droit de vote, sans toutefois que des propositions concrètes ne fussent formulées<sup>114</sup>. Plus récemment, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a lancé une consultation sur la pratique du vote vide en Europe<sup>115</sup>. Ces réflexions n'ont cependant pas eu d'aboutissement concret jusqu'à présent. En France, le vote vide demeure également essentiellement non encadré. La doctrine s'y est peu intéressée<sup>116</sup>. Dans les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé, certaines associations professionnelles ont pris la mesure des enjeux et ont déconseillé à leurs membres de

---

<sup>111</sup> A. BRAV et R. D. MATHEWS, « Empty voting and the efficiency of corporate governance », AFA 2009, San Francisco Meetings Paper, 3 févr. 2010, disponible sur <http://ssrn.com/> ; S. MARTIN et F. PARTNOY, « Encumbered shares », *University of Illinois Law Review* 2005, p. 775 ; J. COHEN, « Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », *Harvard journal on legislation* 2008, vol. 45, p. 237 ; R. B. THOMPSON et P. H. EDELMAN, « Corporate Voting », *Vanderbilt Law Review* 2009, vol. 62, p. 129 ; M. C. SCHOUTEN, « The Case for Mandatory Ownership Disclosure », *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2010, vol. 15, p. 127 ; A. ZANONI, « Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions : A Fiduciary Duties Perspective », *Global Jurist* 2009, vol. 9, n° 4, Advances, article 4, disponible sur : <http://ssrn.com>.

<sup>112</sup> J.-N. CAPRASSE, C. CLERC et M. BECHT, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, mai 2007 ; *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, juin 2007, spéc. p. 11 ; *Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality*, 25 août 2007.

<sup>113</sup> *First report of ESME on the transparency directive ("TD")*, 5 déc. 2007 ; F. DEMARIGNY et C. CLERC, Rapport externe rendu pour la Commission européenne, *Transparency Directive Assesment Report*, déc. 2009, p. XIV ; *Rapport de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social européen et au Comité des régions*, 27 mai 2010, COM(2010)243 final.

<sup>114</sup> *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, 20 fév. 2010, spéc. p. 6.

<sup>115</sup> ESMA, *Call for evidence – empty voting*, 14 sept. 2011.

<sup>116</sup> C. CLERC, « Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *RTDF* 2008, n° 1, p. 15 ; T. AMICO et M. TOUCH, « L'empty voting », *Rev. dr. banc. fin.* oct. 2008, p. 7 ; D. SCHMIDT, « Empty voting et cession du droit de vote », *Bull. Joly* 2012, p. 42 ; B. LE BARS et M. THOUCH, « La lutte contre le "vote fantôme" (shadow voting) : la solution n'est peut-être pas réglementaire », *Dr. sociétés, Actes prat.* nov.-déc. 2008, p. 34 ; A. BERDOU, « Mieux encadrer "l'empty voting" », *Dr. sociétés* 2011, n° 11, p. 3. V. égal. A.-X. BRIATTE, « Exercice du droit de vote, activisme en assemblée générale et cession temporaire de titres », *Les Petites aff.* 4 août 2006, n° 155, p. 4.

recourir à ces pratiques<sup>117</sup>. C'est essentiellement l'emprunt d'actions aux fins de voter qui était visé. L'Autorité des marchés financiers s'est par la suite également plongée dans l'étude de l'emprunt d'actions<sup>118</sup>. Son rapport n'est pas resté lettre morte mais n'a débouché que sur l'adoption d'une obligation de transparence de portée limitée, concernant les actionnaires des sociétés cotées<sup>119</sup>.

L'utilisation de ces outils en matière sociale mérite donc d'être discutée et la résolution des interrogations soulevées par le développement de ces pratiques suppose de rechercher en amont quels sont les fondements de l'attribution du droit de vote.

**10. – Démarche.** Une analyse critique des principes d'attribution du droit de vote constitue un préalable indispensable à l'étude de ces techniques qui, intuitivement, paraissent mal s'accorder avec l'esprit de la construction sociétaire traditionnelle.

La loi attribue le droit de vote aux associés. Bien que largement admis, ce principe méritera que l'on s'y arrête. Si la formulation de l'article 1844 du Code civil l'induit, il a parfois semblé être mis à mal et l'absence de définition légale de la notion d'associé a contribué à brouiller le débat. Certains en sont venus à soutenir que le droit de vote n'était plus un droit essentiel de l'associé. L'affirmation paraît toutefois excessive. Si tous les associés ne bénéficient pas du droit de vote, la loi continue de l'attribuer à ceux qu'elle qualifie d'associés et les principes en la matière sont empreints d'ordre public. Que justifie alors ce principe d'attribution ? L'analyse de l'appréhension du vote par le droit des sociétés montrera que le fondement de son attribution réside dans le risque social que chaque associé supporte en principe. Cette affirmation n'est pas récente. Le lien entre risque et vote est déjà présent dans les travaux de certains auteurs du début du XX<sup>ème</sup> siècle expliquant que le droit de vote est attribué aux associés pour la défense de leurs intérêts pécuniaires<sup>120</sup>. La thèse a été contestée par les tenants d'une analyse fonctionnelle du vote : l'associé serait en charge de l'intérêt social<sup>121</sup>, et non d'un intérêt personnel. Mais s'ils refusent la finalité subjective du vote reconnue par la première école, ils ne nient pas, on le verra, le rôle du

---

<sup>117</sup> V. Association française de gestion financière, *Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat*, 2009, disponible sur <http://www.afg.asso.fr>.

<sup>118</sup> AMF, Groupe de place présidé par Y. Mansion, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008.

<sup>119</sup> Art. L. 225-126 C. com.

<sup>120</sup> A. TAMBOISE, *ouvr. préc.*, p. 336 ; P. CORDONNIER, *art. préc.*, spéc. p. 12 et 13 ; J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *ouvr. préc.*, n° 194 et s. Plus récemment, H. HOVASSE, « Coup d'arrêt à la désacralisation du droit de vote ? », *Dr. sociétés* mai 1999, p. 3 ; P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Préf. Ph. Merle, LGDJ, 2002.

<sup>121</sup> R. DAVID, « Le caractère social du droit de vote », *Journ. sociétés* 1929, p. 401 ; E. GAILLARD, *La société anonyme de demain – La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1934, p. 57 ; G. ROUJOU DE BOUBEE, *Essai sur l'acte juridique collectif*, LGDJ, 1961, p. 145 et s. ; E. GAILLARD, *Le pouvoir en droit privé*, préf. G. Cornu, Economica, 1985, n° 79 et s.



risque social. Le lien entre risque et vote apparaît ainsi comme un fait communément admis<sup>122</sup>, une idée diffuse qui sous-tend la construction sociétaire sans toutefois être nulle part affirmée clairement dans les textes. Cette relation n'est en réalité qu'une manifestation d'un principe plus général de l'action humaine, liant risque et pouvoir<sup>123</sup>. En droit, c'est dans le domaine de la responsabilité qu'il se manifeste de la manière la plus évidente. Que celui qui déploie une activité doive en assumer les conséquences dommageables est un principe ayant reçu une large application en droit français lorsque l'on a tenté d'élargir les cas d'engagement de la responsabilité civile en trouvant une alternative au fondement de la faute<sup>124</sup>. Il a pu être utilisé, de manière plus générale, comme un outil prophylactique contre les prises de risque excessives<sup>125</sup>. En droit des sociétés, soutenir que ce devoir, par son effet dissuasif d'une prise de risque superflue, sous-tend le lien entre risque et pouvoir serait toutefois réducteur. Parce que la prise de risque participe de l'objet même de la société au sens de l'article 1832 du Code civil, le lien entre risque et pouvoir est au fondement de l'organisation sociétaire. Pour plus de précision, on préférera cependant le terme d'aléa à celui de risque. Ce dernier revêt en effet une connotation négative. Le risque n'est pas seulement l'éventualité, mais l'éventualité d'un événement dommageable<sup>126</sup>. Or l'attribution du droit de vote ne repose pas sur la seule possibilité d'une perte qu'encourt l'associé, mais sur la combinaison d'un risque de perte et d'une chance de gain, que l'on peut précisément désigner par le terme aléa, de sens neutre<sup>127</sup>. Parce qu'il paraît peu probable qu'un associé entende limiter sa chance de gain indépendamment de son risque de perte, les réflexions se sont généralement concentrées sur la face négative de l'aléa social. Dans l'étude de l'attribution du droit de vote, il demeure toutefois important de considérer l'aléa social sous ses deux aspects. En amont de

---

<sup>122</sup> V. sur ce point : H. BARBIER, *La liberté de prendre des risques, ouvr. préc.*, 2010, n° 570. V. toutefois A. Viandier, *ouvr. préc.*, n° 186 et 187 : « *Les prérogatives financières de l'associé constitueraient le fondement de son droit d'intervention. En vérité, rien n'est plus éloigné de la réalité, et le droit d'intervenir dans les affaires sociales n'est pas basé sur les prérogatives financières des associés* ».

<sup>123</sup> V. PH. MALAURIE, « Liberté et responsabilité », *Defrénois* 2004, p. 351.

<sup>124</sup> V. notamment la théorie du risque créé : R. SAVATIER, « Règles générales de la responsabilité civile », *Rev. critique* 1934, p. 409, n° 29 : « *La responsabilité fondée sur le risque créé consiste dans l'obligation de réparer des faits dommageables produits par une activité qui s'exerçait dans votre intérêt.* » ; R. SALEILLES, *Les accidents de travail et la responsabilité civile : essai d'une théorie objective de la responsabilité délictuelle*, Rousseau, 1897, spéc. n° 57 : « *Quiconque agit doit supporter les risques de son fait* ».

<sup>125</sup> H. BARBIER, *ouvr. préc.*, n° 356 et s.

<sup>126</sup> G. CORNU (sous la dir.), *Vocabulaire juridique*, 9<sup>ème</sup> éd., Puf, 2011, V° risque : « *Évènement dommageable dont la survenance est incertaine, quant à sa réalisation ou à la date de cette réalisation ; se dit aussi bien de l'éventualité d'un tel évènement en général que de l'évènement spécifié dont la survenance est envisagée* ». V. égal. R. CAMUS, *Répertoire des délicatesses du français contemporain*, P.O.L., 2000, V° risquer. Sur l'étymologie du terme, V. notamment, J. MOURY, « Le risque », Avant-propos, in *Rapport annuel de la Cour de cassation*, 2011, p. 75 et s. ; FL. MILLET, *La notion de risque et ses fonctions en droit privé*, LGDJ, 2001, n° 2. Rapp. V. NICOLAS, *Essai d'une nouvelle analyse du contrat d'assurance*, Préf. J. Héron, LGDJ, 1996, n° 113 et s.

<sup>127</sup> P. IMBS et B. QUEMADA (sous la direction de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIX<sup>e</sup> et du XX<sup>e</sup> siècle (1789-1960)*, éd. Gallimard, 1992, V° Aléa : « *Chance, hasard favorable ou défavorable, dont dépend la réussite ou l'échec de quelque chose ou de quelqu'un* ». G. CORNU (sous la dir.), *Vocabulaire juridique, préc.*, V° Aléa : « *Élément de hasard, d'incertitude qui introduit, dans l'économie d'une opération, une chance de gain ou de perte pour les intéressés et qui est de l'essence de certains contrats* ».

l'étude des pratiques précitées, il faudra ainsi s'attacher à dégager nettement les contours de cette relation entre aléa social et attribution du droit de vote au sein du droit des sociétés.

Nous pourrons ensuite analyser de plus près le jeu des mécanismes de dissociation qui permettent à un associé de voter, affranchi de tout aléa social. Une telle dissociation trouve sa cause principale dans l'utilisation que le droit des sociétés fait de la notion de propriété des parts ou actions. Le législateur tient en effet le propriétaire pour associé et lui octroie le bénéfice des prérogatives sociales, notamment le droit de vote. Or la propriété n'est pas une notion uniforme. Si la propriété traditionnelle garantit que l'associé supporte l'aléa social, il n'en est rien des propriétés temporaires qui, appliquées aux droits sociaux, connaissent pourtant un succès croissant. En outre, un propriétaire traditionnel peut choisir de couvrir par ailleurs l'aléa qu'il supporte. L'équation classique qui lie qualité d'associé, propriété, vote et aléa social n'est donc pas systématiquement vérifiée. Nous nous pencherons également sur les mécanismes qui donnent la possibilité à un tiers à la société d'accéder au droit de vote. Une telle situation ne surprend pas lorsque ce tiers s'est vu conférer le pouvoir d'agir pour le compte d'un associé. Non contrôlées, certaines techniques créent cependant une situation similaire à celle des associés affranchis de tout aléa, permettant à des tiers d'influer sur la gestion sociale sans qu'ils n'y soient intéressés.

Nous confronterons ainsi, dans un premier temps, les fondements traditionnels de l'attribution du droit de vote aux pratiques actuelles, afin de faire émerger les insuffisances des principes classiques.

Si le lien entre aléa social et vote est vérifié, on conçoit que ces mécanismes de dissociation tendent à remettre en cause les fondements même de la construction sociétaire. Comment les appréhender alors ? Le principe d'attribution du droit de vote aux associés est-il encore légitime ? Convendrait-il de le retoucher ? Faudrait-il plutôt le garder intact mais engager une réflexion sur la notion d'associé ? Peut-on encore laisser des tiers à la société exercer librement le droit de vote dont un associé est titulaire ? Ce sont autant de questions auxquelles on s'emploiera à répondre dans un second temps, afin de dégager des perspectives d'évolution des principes d'attribution du droit de vote.

Ainsi, après avoir analysé les principes d'attribution du droit de vote à l'aune des pratiques actuelles, on s'attachera à en tracer des perspectives d'évolution.

Partie 1 : L'attribution du droit de vote : analyse critique

Partie 2 : L'attribution du droit de vote : perspectives d'évolution





**Partie 1**

**L'attribution du droit de vote :**  
**analyse critique**



**11.** – Nos textes sont laconiques quant aux principes d’attribution du droit de vote. Hors l’article 1844 du Code civil énonçant que « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* », aucune disposition générale ne s’attache à définir le titulaire du droit de vote et à préciser les modalités de son identification. Ce sont des textes spéciaux qui précisent dans chaque société les procédés de détermination de son titulaire et désignent comme tel tantôt l’associé, tantôt le propriétaire de parts sociales ou d’actions. L’évidence historique de l’attribution du droit de vote à l’associé, partie au contrat de société, semble avoir favorisé le flou des dispositions légales, en ce qui concerne tant l’attribution du droit de vote que la définition de la notion d’associé. Une étude des procédés classiques d’attribution du droit de vote s’impose donc, avant tout autre développement.

De plus, ces imprécisions se prêtent à des contournements aisés des principes d’attribution du droit de vote. L’observation de la pratique montre en effet qu’il est des hypothèses où ceux-ci sont certes respectés en apparence, mais vidés en réalité de leur sens.

Apprécier la légitimité de ces pratiques et déterminer le traitement qu’il convient d’en faire suppose en amont de les identifier précisément et d’analyser leurs ressorts. Après s’être attaché à l’étude des procédés classiques d’attribution du droit de vote (titre 1), on entreprendra d’analyser les perturbations qui affectent aujourd’hui l’attribution du droit de vote (titre 2).





# Titre 1

## Les procédés d'attribution du droit de vote

12. – Étudier les procédés d'attribution du droit de vote engage à rechercher dans la loi les principes de cette attribution. On entend ici le terme « principe » non au sens de règle<sup>128</sup>, mais au sens de cause efficiente<sup>129</sup> – plus proche de son étymologie, *primus* (« premier ») et *capere* (« prendre »), « ce qui est pris en premier »<sup>130</sup>. De l'observation de la loi et de la jurisprudence, on s'attachera à faire ressortir ce que notre droit tient pour principe de l'attribution du droit de vote, c'est-à-dire les qualités qui justifient que le droit de vote soit conféré à son titulaire.

Une fois ces principes mis en lumière, il faudra encore s'interroger sur leur justification. Sont-ils véritablement les principes premiers de l'attribution du droit de vote, au sens où ils enfermeraient en eux-mêmes leur justification ? Nous verrons qu'ils ne sont en réalité que les reflets de l'aléa social<sup>131</sup>, supporté théoriquement par tout titulaire du droit de vote et qui seul légitime l'attribution du droit de vote. Ce lien entre aléa et vote est communément et anciennement admis en doctrine. Car « *c'est un excellent moyen de bien voir les conséquences des choses, que de sentir vivement tous les risques qu'elles nous font courir* »<sup>132</sup>. Il demeure cependant un principe diffus, nulle part affirmé clairement, qu'il faudra dégager et analyser.

---

<sup>128</sup> V° Principe, in G. CORNU (sous la direction de), *Vocabulaire juridique*, PUF, 8<sup>ème</sup> éd., 2007.

<sup>129</sup> La notion de cause efficiente est d'ailleurs bien connue du droit des obligations. V. sur la distinction entre cause efficiente et cause finale : F. TERRE, PH. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Droit civil – Les obligations*, 10<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2009, n° 332.

<sup>130</sup> V° Principe, in P. IMBS et B. QUEMADA (sous la dir. de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIX<sup>e</sup> et du XX<sup>e</sup> siècle (1789-1960)*, éd. Gallimard, 1992, I B. Egal. V° Principe, in DRUON (M.) et CARRERE D'ENCAUSSE (H.) (sous la dir. de), *Dictionnaire de l'Académie française*, t. 1, 9<sup>ème</sup> éd., Imprimerie nationale / Fayard. Sur l'évolution du terme, V° Principes, in *Dictionnaire de la culture juridique*, sous la dir. de D. Alland et S. Rials, Lamy / Puf, 2003, par P. MORVAN ; P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, Préf. J.-L. Souriou, Ed. Panthéon-Assas, 1999, spéc. n° 2 et s.

<sup>131</sup> L'aléa – ensemble du risque de perte et des chances de gain découlant de la qualité d'associé – peut être dit social en ce que les associés ne sont désintéressés et rémunérés qu'après que les autres créanciers ont obtenu satisfaction. La notion sera définie ultérieurement. V. *infra* n° 112 et s.

<sup>132</sup> J.-J. ROUSSEAU, *Julie ou la nouvelle Héloïse*, 1<sup>ère</sup> partie, Lettre XI de Julie, 1761.

A l'identification des principes d'attribution du droit de vote (chapitre 1), succèdera la recherche de leur justification (chapitre 2).

# Chapitre 1 : L'identification des principes d'attribution du droit de vote

**13.** – Dans la recherche de ce que le législateur et le juge tiennent pour principes de l'attribution du droit de vote, la qualité d'associé s'impose immédiatement. S'il a toujours existé des associés ne votant pas, qu'ils négligent ce droit ou qu'ils en soient privés, le lien entre droit de vote et qualité d'associé est ancien. Celui-là n'est attribué qu'à celui-ci. La qualité d'associé paraît ainsi constituer le principe de l'attribution du droit de vote.

En pratique toutefois, les titulaires du droit de vote sont identifiés grâce à leur qualité de propriétaire de parts ou d'actions. Car, à de rares exceptions près, les qualités d'associé et de propriétaire sont confondues et la propriété s'avère alors un principe plus fonctionnel.

Si la qualité d'associé constitue le principe théorique de l'attribution du droit de vote (section 1), la propriété en constitue ainsi le principe pratique (section 2).

## Section 1 – La qualité d'associé, principe théorique

**14.** – Traditionnellement, le droit de vote est attaché à la notion d'associé. Seuls les associés jouissent du droit de vote et c'est là une prérogative essentielle. À la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle et au début du XX<sup>ème</sup> siècle, l'existence d'associés dépourvus de tout droit de vote se concevait difficilement : seuls les associés mais également tous les associés devaient en jouir. Des suspensions temporaires, uniquement, étaient admises. Si cela ne se vérifie plus, notre droit continue de tenir le droit de vote pour un attribut essentiel.

Peut-on pour autant soutenir que la qualité d'associé est le principe de l'attribution du droit de vote ? Certains ont induit du fort lien entre vote et qualité d'associé que le droit de vote constituait un critère de la notion d'associé. C'est là toutefois inverser le raisonnement : le droit de vote est un élément du régime attaché à la notion d'associé.

Le droit de vote demeure ainsi un attribut essentiel de l'associé (I) et un état des lieux des solutions intéressant sa jouissance et son exercice permet de s'en rendre compte aisément. Il constitue non un critère de la notion d'associé mais un élément du régime qui est attaché à cette qualité (II).

## **I- Le droit de vote, un attribut essentiel de l'associé**

**15.** – Le caractère essentiel du droit de vote est un principe ancien. Développé par la doctrine, il a été repris par la jurisprudence au début du XX<sup>ème</sup> siècle qui l'a consacré et en a dégagé des implications nombreuses, pour ce qui est tant de la jouissance que de l'exercice du droit de vote. Le principe du caractère essentiel du droit de vote (A) n'est ainsi pas une affirmation d'ordre purement théorique mais a trouvé en pratique des ramifications nombreuses (B).

### **A- Le principe du caractère essentiel du droit de vote**

**16.** – S'intéresser au caractère essentiel du droit de vote, c'est s'attacher à la situation des associés : tout associé est titulaire du droit de vote, sauf disposition légale contraire. Indirectement, c'est également refuser le droit de vote aux tiers : seuls les associés sont titulaires du droit de vote. L'étude du caractère essentiel du droit de vote des associés (1) devra être complétée par le constat, plus rapide, que le droit de vote est refusé aux tiers (2).

#### **1. Caractère essentiel du droit de vote des associés**

**17.** – Le caractère essentiel du droit de vote a été consacré par la jurisprudence dès 1932 (a). Aujourd'hui, il est souvent soutenu que le droit de vote a perdu cette particularité, la jurisprudence et le législateur en faisant peu de cas. Cette affirmation doit être réfutée : aucune atteinte significative n'a été portée à ce principe (b).

##### **a. L'affirmation du caractère essentiel du droit de vote**

**18.** – **La consécration du caractère essentiel du droit de vote par la jurisprudence.** La Cour de cassation énonce pour la première fois dans un arrêt du 7 avril 1932 : « *le droit de vote aux assemblées générales est l'un des attributs essentiels de l'action* »<sup>133</sup>. Elle arrête ainsi un principe qui n'avait jamais été clairement consacré auparavant<sup>134</sup>. Une clause statutaire prévoyait que les cessionnaires

---

<sup>133</sup> Cass. civ. 7 avr. 1932, D. 1933, 1, p. 153, note P. CORDONNIER ; *Journ. sociétés* 1934, p. 289, note H. LECOMPTE ; S. 1933, I, p. 177, note H. ROUSSEAU.

<sup>134</sup> P. CORDONNIER, *note préc.*

d'actions ne pouvaient exercer leur droit de vote jusqu'à ce qu'ils aient été agréés par le conseil d'administration, alors même qu'ils étaient déjà investis de la qualité d'actionnaire. Saisie de la question de la validité de la clause, la Cour, après avoir affirmé le caractère essentiel du droit de vote, ajoute : « *si (...) son exercice peut être réglementé dans une certaine mesure par les statuts, il ne saurait en aucun cas être supprimé* ». Quelques années plus tard, elle précise sa position en énonçant que « *l'assistance et le vote des actionnaires aux délibérations constituent un attribut essentiel de l'actionnaire* »<sup>135</sup>. Un administrateur provisoire s'était vu confier par le juge le pouvoir d'exercer le droit de vote, car suite au décès d'un associé, les indivisaires n'avaient pu s'accorder sur le choix d'un représentant. La Cour de cassation admet la validité de cette mesure, en se référant au caractère essentiel du droit de vote. Lorsque ce droit ne peut être exercé directement par les actionnaires, la nomination d'un administrateur permet tout à la fois le bon fonctionnement de la société et la protection des actionnaires<sup>136</sup>. Le caractère essentiel du droit de vote n'est plus utilisé ici comme un instrument de contrôle à la disposition du juge, mais permet son immixtion dans la vie sociale.

**19. – Le caractère essentiel du droit de vote dans la doctrine antérieure.** Ces arrêts fondant le principe prétorien aux termes duquel le droit de vote est un attribut essentiel de l'associé trouvent leur source dans la doctrine antérieure. C'est à l'occasion du débat sur les bases essentielles que l'importance du droit de vote est pour la première fois mise en avant, à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>137</sup>. La question de la nature du droit de vote n'a pas été directement posée à la Cour de cassation. Mais les auteurs ont rapidement érigé le droit de vote en base essentielle du contrat de société<sup>138</sup>. Le particularisme du droit de vote apparaît de nouveau avec le développement de la

---

<sup>135</sup> Req. 23 juin 1941, *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, 2<sup>ème</sup> éd., Biblio. dr. com., Sirey, 1976, p. 263, note J. NOIREL ; *Journ. sociétés* 1943, p. 209, note R. D.

<sup>136</sup> « *Les délibérations des assemblées générales étant essentielles au fonctionnement régulier de la société anonyme, la participation de l'actionnaire à ces délibérations est la charge et la garantie inséparables des droits pécuniaires entrés dans le patrimoine personnel de l'actionnaire avec la propriété de l'action* », arrêt préc.

<sup>137</sup> S'était en effet posée la question de savoir si, en l'absence de clause statutaire, l'assemblée générale extraordinaire d'une société anonyme pouvait modifier les statuts à la majorité ou si, au contraire, l'unanimité était requise. La loi n'y apportait aucune réponse directe. Si l'on retenait une réponse positive, le pouvoir de l'assemblée générale extraordinaire ne comportait-il alors aucune restriction ? La théorie des bases essentielles postule que certains droits ne peuvent relever de la majorité car « *l'actionnaire ne peut être présumé sans expression formelle de volonté [les] avoir abandonnés à la décision de la majorité* » (CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial des sociétés*, 5<sup>ème</sup> éd., 1929, n° 866). Une modification de ces droits constituerait une « *atteinte (...) aux bases juridiques et à la constitution originnaire de la société* » (Paris 15 mars 1890, *D.* 1893, I, p. 105, note E. THALLER) ne pouvant être adoptée qu'à l'unanimité, tandis qu'une « *modification secondaire* » pourrait l'être à la majorité. C'est la position adoptée par la Cour de cassation à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle (Cass. civ. 30 mai 1892, *D.* 1893, I, p. 105, note E. THALLER. V. également : Cass. civ. 29 janv. 1894, conclusions de l'avocat général DESJARDINS, *D.* 94, I, p. 313, note L. LACOUR. V. égal. E. COPPER ROYER et fils, *Traité des sociétés*, t. 1, Sirey, 1938, p. 504). Et le droit de vote a rapidement été compté par la doctrine parmi ces « bases essentielles ». (Pour une présentation détaillée des différentes thèses en présence : J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *Les droits propres de l'actionnaire*, Les presses modernes, 1937, n° 5 à 23 ; P. COULOMBEL, *Le particularisme de la condition juridique des personnes morales de droit privé*, Préf. P. Durand, Langres Imprimerie moderne, 1950, p. 263 et s. V. également A. AMIAUD, « L'évolution du droit des sociétés par actions », *Études G. Ripert*, t. II, LGDJ, 1950).

<sup>138</sup> CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *ouvr. préc.*, n° 550, 551 et 552.

théorie des droits propres<sup>139</sup>. Thaller, à l'origine de l'introduction de celle-ci en droit français, ne cite pas le droit de vote parmi les droits propres. Mais, là encore, la doctrine le classe rapidement dans cette catégorie<sup>140</sup>. Quelle que soit la thèse adoptée, on s'accorde donc pour reconnaître un caractère particulier au droit de vote.

Les théories des droits propres et des bases essentielles ont cependant été développées afin de répondre à une question spécifique : celle de savoir si les modifications statutaires pouvaient être adoptées à la majorité ou si l'unanimité était nécessaire pour cela. La théorie des bases essentielles notamment n'implique pas une protection absolue du droit de vote. D'essence contractuelle, elle préconise que les droits essentiels ne soient pas modifiés autrement qu'à l'unanimité. Elle n'interdit pas en revanche que le contrat aménage l'exercice, voire la jouissance du droit de vote. La théorie des droits propres laisse place, quant à elle, à la possibilité d'une protection plus poussée<sup>141</sup>. Elle n'a cependant pas été élaborée dans cette perspective. En réalité, avant 1932, la doctrine attache peu de développements aux possibilités d'aménagement du droit de vote. Une importance particulière lui est accordée, mais les aménagements tolérés sont nombreux et la liberté statutaire est grande<sup>142</sup>.

**20. – Le recul de la conception libérale du droit de vote à partir des années 1930.** À cet égard, les années 1930 nous paraissent marquer un tournant. L'affirmation du caractère essentiel du droit de vote par la Cour de cassation<sup>143</sup> entraîne un recul de la conception libérale de ce droit. L'arrêt de 1932 s'inscrit cependant dans une tendance plus profonde, favorisée tout à la fois par le développement de la théorie institutionnelle et par le contexte économique. Ainsi, le vote plural est progressivement interdit<sup>144</sup>. La loi du 26 avril 1930 prohibe la création d'actions à droit

---

<sup>139</sup> L'incertitude de la frontière entre « bases essentielles » et « modifications secondaires » a cependant provoqué les critiques d'une partie de la doctrine. La théorie des droits propres de l'actionnaire, proposée par Thaller, a alors constitué une seconde réponse au problème (M. GERMAIN, « La renonciation aux droits propres des associés : illustrations », *Mélanges en l'honneur de François Terré*, Dalloz, PUF, JCL, 1999, p. 401). Il a été proposé d'isoler, d'après une analyse d'origine allemande, les « droits indépendants dans leur exercice de toute délibération collective, inhérents en quelque sorte à la personne [de l'actionnaire] ou à son titre », les « points irréductibles dans sa situation individuelle et en quelque sorte intangibles quant à l'assemblée » (E. THALLER, note sous Cass. civ. 30 mai 1892, *prec.*). Seule la modification de ces droits requerrait l'unanimité. Si la loi du 22 novembre 1913 clôt le débat en déterminant avec plus de précision les pouvoirs de l'assemblée générale extraordinaire (E. THALLER, *Revu et mis à jour* par J. PERCEROU, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1, 8<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1931, n° 691).

<sup>140</sup> G. BOURCART, *De l'organisation et des pouvoirs des assemblées générales dans les sociétés par actions*, 1905, th. Paris, n° 22 et 24 ; J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *ouvr. préc.*, n° 136 et s. ; E. ESCARRA et J. RAULT, *Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 3, 1955, n° 1198 ; comp. R. DAVID, « Le caractère social du droit de vote », *Journ. sociétés* 1929, p. 404. V. égal. sur cette question : J. ESCARRA, E. ESCARRA et J. RAULT, *Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 3, Sirey, 1955, n° 1195 et s.

<sup>141</sup> Sur l'ouverture vers la théorie institutionnelle qu'elle permet, V. A. CONSTANTIN, *Les rapports de pouvoir entre actionnaires*, th. Paris 1, 1998, n° 22.

<sup>142</sup> Voir sur ce point, F. LETELLIER, *Le droit de vote de l'actionnaire*, th. Paris, 1942, p. 90 et s.

<sup>143</sup> Cass. civ. 7 avr. 1932, *prec.*

<sup>144</sup> P. CHESNELONG, *ouvr. préc.*, p. 127 et s. ; B. AUGER, « Le nouveau régime des actions à vote plural », *Rev.*

de vote privilégié, tandis que la loi du 13 novembre 1933<sup>145</sup> fait disparaître les actions à vote plural existantes<sup>146</sup>, consacrant pour la première fois le principe de proportionnalité du droit de vote au capital<sup>147</sup>. Cette même loi encadre également les limitations du droit d'accès à l'assemblée générale ordinaire<sup>148</sup>. Une étape supplémentaire est franchie avec le décret-loi du 31 août 1937<sup>149</sup> qui déclare nulles les clauses qui ont pour objet ou pour effet de porter atteinte au libre exercice du droit de vote dans les assemblées des sociétés commerciales<sup>150</sup>. Ce durcissement dans l'encadrement des aménagements du droit de vote est d'autant plus remarquable qu'une telle disposition ne semble avoir été réclamée ni par la doctrine, ni par les tribunaux<sup>151</sup>. Cette évolution s'accompagne d'une multiplication des infractions relatives au droit de vote<sup>152</sup>.

**21. – Le droit de vote dans les sociétés autres que les sociétés par actions.** Les deux arrêts précités<sup>153</sup> concernent des sociétés anonymes. Les motifs de chacun des arrêts comprennent en outre le terme « *actionnaire* ». La solution vaut-elle alors également pour les autres types de sociétés ?

En doctrine, les théories des bases essentielles et des droits propres sont nées à propos des sociétés par actions – sociétés anonymes et sociétés en commandite –, la question de l'adoption à la majorité des modifications statutaires étant propre à ces types de sociétés. Dans les sociétés fermées, la liberté contractuelle était privilégiée et les dispositions du Code civil s'appliquaient en l'absence de clauses statutaires spécifiques. Dans les sociétés à responsabilité limitée, créées par la

---

*sociétés* 1933, p. 213 ; R. MICHEL, *art. préc.* Il était auparavant admis et largement utilisé. L'article 34 du Code de commerce prévoyait dans les sociétés anonymes : « *Sauf disposition contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont, dans les assemblées, un droit de vote égal* ».

<sup>145</sup> B. AUGER, *préc.* ; R. MICHEL, *préc.* ; J. MOLIERAC, « La révision de la loi sur les sociétés par actions », 1<sup>ère</sup> partie, *Rev. sociétés*, 1933, n° 51, p. 65 ; J. MOLIERAC, « La révision de la loi sur les sociétés par actions », 2<sup>ème</sup> partie, *Rev. sociétés* 1934, n° 52, p. 1 ; G. CANTENOT, « Étude de quelques conséquences du principe de la proportionnalité du droit de vote au montant du capital souscrit, posé par la loi du 13 novembre 1933, *Rev. sociétés* mai-juin 1935, p. 145 ; ANSA, *Le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions – Commentaire de la loi du 12 novembre 1933*, janv. 1934.

<sup>146</sup> Sauf concernant les sociétés d'économie mixte et les sociétés bénéficiant de concessions administratives hors de France métropolitaine. Le législateur admet toutefois, sous certaines conditions, la validité des actions à droit de vote double.

<sup>147</sup> Le principe est précisé par un décret du 30 octobre 1935, énonçant : « *Chaque action donne droit à une voix au moins dans les assemblées d'actionnaires* ». Il est aujourd'hui consacré à l'article L. 225-122 C. com.

<sup>148</sup> Comp. avant le décret-loi, le dispositif institué par l'article 27 de la loi du 24 juillet 1867.

<sup>149</sup> Art. 10 décret-loi du 31 août 1937. V. notamment, B. BERENGER, *ouvr. préc.*

<sup>150</sup> Pour une présentation du décret, de ses fondements et de ses effets : H. SOLUS, *La réforme du droit des sociétés par les décrets-lois de 1935 et 1937*, Paris, 1938, n° 313 et s. ; A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote », *art. préc.*

<sup>151</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *Traité de droit commercial*, t. 1, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, LGDJ, 19<sup>ème</sup> éd., 2009, n° 1245 ; J. FOYER, « Rapport sur les consortiums d'actionnaires en droit français », in *Travaux de l'association Capitant*, t. X, 1956, p. 231.

<sup>152</sup> V. *infra* n° 25.

<sup>153</sup> V. *supra* n° 18.

loi du 7 mars 1925, les modalités de décisions en assemblées ordinaire et extraordinaire étaient précisément définies<sup>154</sup>. Les conclusions de ces théories pouvaient toutefois être transposées à ces sociétés<sup>155</sup>. En jurisprudence encore, la question de la suppression du droit de vote ne se posait que dans les sociétés par actions. Le caractère ouvert de ces sociétés et le faible *intuitus personae* qui y régnait expliquaient les aménagements nombreux du droit de vote. Au contraire, dans les sociétés à responsabilité illimitée, les associés étaient peu enclins à ce genre de pratiques, préservant ainsi leur pouvoir d'intervention dans la vie sociale. Toute suppression du droit de vote semblait exclue par la nature même de la société. Elle n'était pas non plus envisageable dans les sociétés à responsabilité limitée, puisque le texte précisait: « *Nonobstant toute clause contraire de l'acte de société, tout associé peut prendre part aux décisions* »<sup>156</sup>.

Si les arrêts précités se prononcent au sujet de sociétés anonymes, il ne faut donc pas en déduire que le caractère essentiel du droit de vote ne vaut que pour celles-ci. Les juges ont d'ailleurs fait une application large du principe. Alors que le décret-loi de 1937 visait les sociétés commerciales, par exemple, ils n'ont pas hésité à appliquer des principes similaires aux autres formes de sociétés<sup>157</sup>. C'est ce que confirmeront plus tard les arrêts de la Cour de cassation du 9 février 1999 et du 23 octobre 2007<sup>158</sup>.

**22. – Conclusion.** L'arrêt du 7 avril 1932 ainsi que les textes précités constituent l'aboutissement d'une évolution progressive tendant à reconnaître une importance accrue au droit de vote et limitant en conséquence la liberté contractuelle quant à son attribution et son exercice. Cette évolution n'a pas été significativement remise en cause par la suite.

#### **b. L'absence de remise en cause du caractère essentiel du droit de vote**

**23. –** L'idée d'une remise en cause du caractère essentiel du droit de vote<sup>159</sup> procède de deux observations : le législateur ( $\alpha$ ) comme le juge ( $\beta$ ) ne lui accorderaient plus autant d'importance. Leur analyse montre cependant que le droit de vote n'a rien perdu de son caractère essentiel.

---

<sup>154</sup> Loi du 7 mars 1925 tendant à instituer des sociétés à responsabilité limitée, art. 27 et 31.

<sup>155</sup> En ce sens, A. VIANDIER, *La notion d'associé*, Préf. F. Terré, LGDJ, 1978, n° 101.

<sup>156</sup> Loi du 7 mars 1925 tendant à instituer des sociétés à responsabilité limitée, art. 28.

<sup>157</sup> V. par ex. J. AUTESSERRE, note sous Com. 10 juin 1960, *Rev. sociétés* 1961, p. 34. V. égal. A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote », *art. préc.*, spéc. n° 10.

<sup>158</sup> *Infra* n° 29.

<sup>159</sup> A titre d'exemple : D. COHEN, « Les conventions de vote », in *Mélanges Larroumet*, Economica, 2010, p. 97, spéc. n° 19 ; J.-J. DAIGRE, « Le droit de vote est-il encore un attribut essentiel de l'associé ? », *JCP éd. E* 1996, n° 28, p. 575 ; J.-J. DAIGRE, « L'aménagement du droit de vote », in Dossier spécial « La réforme des valeurs



## α. L'absence de remise en cause par le législateur

**24. – Présentation.** L'évolution de la position législative résulterait de trois constatations. D'abord, un mouvement de dépenalisation a pu être observé en matière de vote dans les sociétés anonymes. Ensuite, les règles régissant la société par actions simplifiée témoigneraient d'un recul du caractère essentiel du droit de vote. Enfin, le législateur a permis la suppression du droit de vote dans certaines circonstances. Aucune de ces constatations ne nous paraît toutefois affecter le caractère essentiel du droit de vote.

**25. – Le mouvement de dépenalisation du droit des sociétés.** Le premier point ne nous semble pas être de nature à remettre en cause le caractère essentiel du droit de vote. Un mouvement de pénalisation caractérise la période qui s'étend de la loi du 24 juillet 1867 à celle du 24 juillet 1966, en passant par les décrets-lois du 8 août 1935 et du 28 novembre 1939<sup>160</sup>. La loi de 1966 constitue l'aboutissement de cette évolution en allongeant considérablement la liste des infractions relatives au droit de vote existantes. La loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 marque une inversion de tendance, confirmée par la loi sur la sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 et l'ordonnance du 25 mars 2004 portant simplification du droit et des formalités pour les entreprises. Seules subsistent aujourd'hui deux infractions, contenues à l'article L. 242-9 du Code de commerce : le vote intéressé et le fait d'empêcher un actionnaire de participer à une assemblée.

Cette tendance ne s'explique cependant pas par une moindre importance accordée au droit de vote. Elle s'inscrit dans un mouvement plus large de dépenalisation du droit des sociétés<sup>161</sup> et s'explique par le fait que le législateur « *[visait] plus à édicter des mesures d'assainissement de la pratique des sociétés qu'à réprimer des actes qui, en soi, ne supposent pas toujours l'intention dolosive* »<sup>162</sup>. La voie pénale s'avérait donc inappropriée. Une sanction adéquate consistait plutôt en la nullité de la décision

---

mobilières », *Rev. dr. bancaire* 2004, n° 5, p. 364 ; M. GERMAIN, « Le droit de vote », *Les Petites aff.* 4 mai 2001, p. 8 ; A. VIANDIER, *th. préc.*, n° 192 et s. et « Observations sur les conventions de vote », *JCP éd. E* 1986, I, 15405, spéc. p. 181. V. égal. S. CASTAGNE, « "Vote" en faveur du droit de vote », *Dr. sociétés* oct. 2000, p. 6.

<sup>160</sup> Pour une présentation de l'évolution des sanctions pénales : G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1583.

<sup>161</sup> C. GINESTET, « La dépenalisation du droit des sociétés », in Colloque « D'une réforme à l'autre : les mutations du droit de l'entreprise », organisé à La Rochelle les 5 et 6 juin 2009, *RLDA* 2010, n° 46, p. 52 ; M. HASCHKE-DOURNAUX, « Les voies de la réforme du droit pénal des sociétés », *Bull. Joly* 2003, p. 373 ; H. MATSOPOULOU, « Les propositions sur "la dépenalisation de la vie des affaires" », *D.* 2008, p. 1 et « Un premier regard sur la "dépenalisation de la vie des affaires" », *D.* 2008, p. 864 ; P. LE CANNU, « Des sanctions pénales aux sanctions civiles », in *Le droit des sociétés pour 2004*, Dalloz, 2004, p. 227. V. égal. A.-D. MERVILLE, « Sanctions pénales et administratives en matière de droit de vote », Actes du colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*.

<sup>162</sup> M. RIOU, « La protection pénale du droit de vote des actionnaires », in *Le droit pénal spécial des sociétés anonymes*, sous la direction de J. Hamel, Dalloz, 1955, p. 324, spéc. p. 328.

sociale contestée et en l'engagement de la responsabilité civile des auteurs le cas échéant. C'est pourquoi la loi du 1<sup>er</sup> août 2003, si elle supprime les sanctions pénales relatives au non-respect des règles régissant le droit de vote, consacre un nouveau cas de nullité : « *les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote aux actions* » sont frappées de nullité absolue<sup>163</sup>. Cette loi donc, loin de porter atteinte au caractère essentiel du droit de vote, le confirme au contraire<sup>164</sup>. Ce mouvement de dépenalisation s'explique par d'autres causes et ne nous paraît illustrer en rien la désacralisation du droit de vote.

**26. – L'institution de la SAS.** La création de la SAS témoignerait également du recul de l'importance accordée au droit de vote<sup>165</sup>. Dans ces sociétés, en effet, les statuts déterminent les décisions qui doivent être prises collectivement par les associés ainsi que leurs « *formes et conditions* »<sup>166</sup>. Pour priver les associés de leur droit de vote, il suffit donc de prévoir que la décision ne sera pas prise par la collectivité des associés. Interprétant à la lettre l'article L. 227-9, certains ont pu soutenir qu'il serait également possible d'instaurer un droit de veto pour l'un des associés ou encore une suspension du droit de vote. En outre, l'article L. 225-122 consacrant le principe de proportionnalité ne s'appliquant pas aux SAS<sup>167</sup>, des actions à droit de vote multiple peuvent être créées.

Concernant les décisions collectives d'abord, toute liberté n'est pas laissée aux statuts. Ainsi, l'article L. 227-9 du Code de commerce prévoit expressément que certaines décisions sont réservées aux associés : il en est ainsi des « *attributions dévolues aux assemblées générales extraordinaires et ordinaires des sociétés anonymes, en matière d'augmentation, d'amortissement ou de réduction de capital, de fusion, de scission, de dissolution, de transformation en une société d'une autre forme, de nomination de commissaires aux comptes, de comptes annuels et de bénéfices* ». L'article L. 227-10 prévoit encore l'intervention des associés en matière de conventions réglementées. Doivent en outre faire l'objet d'une décision collective, et être adoptées à l'unanimité, l'insertion ou la modification de clauses d'inaliénabilité, d'agrément, d'exclusion, et de notification de changement de contrôle d'une société associée<sup>168</sup>. En matière de liquidation également, les décisions sont prises par les associés, à la majorité ou à

---

<sup>163</sup> Art. L. 235-2-1 C. com.

<sup>164</sup> Néanmoins, face à la rigidité de cette disposition pouvant entraver le bon fonctionnement des sociétés, la loi du 31 mars 2006 a précisé que l'annulation n'est qu'une option pour le juge.

<sup>165</sup> Notamment, M. GERMAIN, « Le droit de vote », *Les Petites aff.* 4 mai 2001, p. 8.

<sup>166</sup> Art. L. 227-9 C. com.

<sup>167</sup> Art. L. 227-1 C. com.

<sup>168</sup> Art. L. 227-19 C. com.

l'unanimité selon les cas<sup>169</sup>. Il ne reste finalement à la liberté statutaire qu'un champ d'intervention limité.

Il faut toutefois remarquer qu'une décision des associés n'est pas exigée pour les modifications statutaires, en dehors de celles qui se rapportent à des opérations sur le capital, des opérations de fusion, scission, dissolution et de transformation, ainsi qu'aux clauses précitées<sup>170</sup>. Le contrat de société peut donc être modifié sans le consentement des associés, ce qui est sans nul doute une atteinte grave au caractère essentiel du droit de vote. Mais cette affirmation doit être nuancée. Les dispositions du droit commun des sociétés trouvent en effet à s'appliquer<sup>171</sup>, conformément à l'article 1834 du Code civil. Ainsi, selon les prescriptions de l'article 1836, les engagements d'un associé ne pourront pas être augmentés sans son consentement. De même, l'article 1844-6 relatif à la prorogation de la société trouve à s'appliquer. Celui-ci exige une décision des associés puisque « *un an au moins avant la date d'expiration de la société, les associés doivent être consultés à l'effet de décider si la société doit être prorogée* »<sup>172</sup>. Les modifications statutaires les plus graves nécessitent donc l'intervention des associés. Il en reste finalement peu pouvant être adoptées sans leur accord. Il en est ainsi du changement de siège social. Relevons toutefois qu'il ne revêt une réelle gravité que lorsqu'il se fait à l'étranger, puisqu'il emporte alors changement de la nationalité de la société et donc de la loi applicable<sup>173</sup>. Or les décisions emportant changement de nationalité doivent être prises à l'unanimité. Si aucun texte général ne l'affirme, l'énoncé du principe dans plusieurs types de sociétés<sup>174</sup> et l'existence de textes portant exception au principe dans d'autres sociétés<sup>175</sup>, conduisent la doctrine à exiger une décision unanime des associés<sup>176</sup>.

---

<sup>169</sup> Art. L. 237-18 I, L. 237-25 al. 2 C. com. Les articles L. 237-18 II et L. 237-27 du C. com, lorsqu'ils admettent une « *clause contraire* » dérogeant au principe selon lequel les décisions sont prises à l'unanimité des associés en matière de liquidation, se réfèrent à la possibilité de statuer à la règle de la majorité au lieu de l'unanimité et non à la possibilité de décider par un autre moyen qu'une décision collective. Les articles L. 237-18 I et L. 237-25 al. 2 exigent en effet par ailleurs une décision des associés. Les articles L. 237-18 II et L. 237-27 se contentent de fixer les modalités de cette décision.

<sup>170</sup> J.-J. DAIGRE, « Décisions collectives », in *Sociétés par actions simplifiées*, sous la direction de A. COURET et P. LE CANNU, GLN-Joly éd., 1994, p. 37 ; M. GERMAIN et P.-L. PERIN, « Sociétés par actions simplifiées - Organisation des pouvoirs », *fasc. J.-Cl.* n° 155-20, mars 2005 ; P. LE CANNU, « Société par actions simplifiée », *Rép. Sociétés Dalloz*, févr. 2000, n° 156. *Contra* ANSA, Comité juridique, « SAS : est-il possible d'accorder un droit de veto au président non associé sur certaines décisions collectives », *Bull. ANSA*, 2004, n° 04-014.

<sup>171</sup> V. notamment : J. PAILLUSSEAU, « La nouvelle société par actions simplifiée. Le big bang du droit des sociétés ! », *D.* 1999, p. 333 et « La liberté contractuelle dans la société par actions simplifiée et le droit de vote », *D.* 2008, p. 1563. Rappr. Limoges 28 mars 2012, n° 10/00576, *Bull. Joly* 2012, p. 623, note M. GERMAIN et P.-L. PERIN, érigeant le droit d'information des associés en principe général du droit des sociétés et annulant une résolution dont la discussion n'était pas prévue à l'ordre du jour dans une SAS.

<sup>172</sup> En ce sens, L. GODON, « La condition juridique de l'associé de SAS », *Bull. Joly* 2008, p. 219. *Contra* : J.-J. DAIGRE, *préc.* ; M. STORCK, « Les associés de la SAS », *Les Petites aff.* 15 sept. 2000, p. 42.

<sup>173</sup> En ce sens, J.-J. DAIGRE, *art. préc.* ; M. STORCK, *art. préc.* ; M. GERMAIN ET P.-L. PERIN, *art. préc.* V. également M. MENJUCQ, « Le transfert du siège social : état du droit positif », *JCP éd. E* 1999, p. 1617, spéc. p. 1618.

<sup>174</sup> Art. L. 222-9 (SCS) et L. 223-30 (SARL) C. com.

<sup>175</sup> Art. L. 225-97 (SA) et L. 226-1 al. 2 (SCA, renvoyant aux dispositions sur les SA) C. com.

Une modification importante peut cependant encore échapper au pouvoir des associés : celle de l'objet social. Pourtant, il n'est pas certain que les juges ne posent pas là encore des limites. Le droit commun des sociétés, mais également le droit des contrats, pourraient être invoqués à cet effet. Pourrait-on, à titre d'exemple, confier le pouvoir de modifier l'objet social au président ? Cela ne reviendrait-il pas à admettre que ce dernier peut par lui-même déterminer l'étendue de sa fonction<sup>177</sup> ? La liberté offerte par l'article L. 227-9 ne doit donc pas faire illusion. S'il semble très novateur sur la forme, il nous est permis de conclure qu'il n'entame pas véritablement le caractère essentiel du droit de vote : les associés interviennent aux étapes clés de la vie sociale.

Quant aux modalités de la décision collective, une suppression du droit de vote librement déterminée par les statuts serait problématique. Si la question a fait débat dans un premier temps<sup>178</sup>, il est apparu qu'une telle suppression était exclue, de par l'application de l'article 1844 du Code civil. La Cour de cassation a confirmé cette interprétation dans un arrêt du 23 octobre 2007<sup>179</sup>, réaffirmant que « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter et que les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions que dans les cas prévus par la loi* ». Toute suppression du droit de vote, même temporaire, est donc prohibée en application du droit commun des sociétés. Le caractère essentiel du droit de vote est là encore préservé. L'attribution d'un droit de veto à certains associés, par ailleurs, ne remet pas en cause le caractère essentiel du droit de vote.

---

<sup>176</sup> V. J.-J. DAIGRE, *art. préc.*, p. 41 : « *En ce cas, il est de principe, même si aucun texte ne le prévoit de manière générale, de réserver la décision à l'unanimité des associés en raison des conséquences de la décision sur la personnalité morale de la société* ». V. égal. plus généralement PH. MERLE et A. FAUCHON, *Droit commercial – Sociétés commerciales*, 15<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 87 ; *Mémento Sociétés commerciales*, Ed. Francis Lefebvre, 2012, n° 8930 ; M. COZIAN, A. VIANDIER et F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 25<sup>ème</sup> éd., LexisNexis, 2012, n° 231 ; P. LE CANNU et B. DONDERO, *Droit des sociétés*, 4<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2012, n° 429. V. toutefois J. MESTRE et D. VELARDOCCIO, *Lamy sociétés commerciales*, éd. Lamy, 2012, n° 731, qui considère qu'en l'absence de disposition, le transfert de siège social peut être décidé par le président ; mais qui relève que si leur mise en conformité à la législation du pays d'accueil rend nécessaire une modification statutaire relativement à des clauses visées par l'article L. 227-19, alors un vote unanime est exigé. V. égal. sur cette question H. SYNDET, *L'organisation juridique du groupe international de sociétés*, th. Rennes 1, 1979, n° 45.

<sup>177</sup> V. Art. L. 227-6 C. com.

<sup>178</sup> En faveur d'une possible suppression et avant l'arrêt Cass. com. 23 oct. 2007 : A. CHARVERIAT et A. COURET, *Sociétés par actions simplifiée*, Dossiers Pratiques Francis Lefebvre, 2001, n° 1828 ; Y. GUYON, note sous Cass. com. 9 févr. 1999, *JCP éd. E* 1999, n° 16, p. 724 ; J.-L. PERIN, *La société par actions simplifiée*, éd. Joly, 2000, n° 499 ; M. STORCK, « Les associés de la SAS », *Les Petites aff.* 15 sept. 2000, p. 42. *Contra* J.-J. DAIGRE, « Décisions collectives », in *Sociétés par actions simplifiée*, préc. ; J. PAILLUSSEAU, *La société par actions simplifiée*, éd. CNCC, janv. 2002, n° 270.

<sup>179</sup> Cass. com. 23 oct. 2007, n° 06-16537, *Bull. civ. IV* 2007, n° 225 ; *Les Petites aff.* 22 janv. 2008, p. 13, note A. ALBORTCHIRE ; *JCP* 2007, II, 10197, note D. BUREAU ; *JCP éd. E* 2008, n° 8, 1280, obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY et G. WICKER ; *RTD com.* 2008, p. 566, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *Deffrénois* 2008, n° 6, 38738, note D. GIBIRILA ; *D.* 2009, p. 323, obs. J.-C. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *Dr. sociétés* 2007, n° 12, 219, note H. HOVASSE ; R. KADDOUCH, « L'irréductible droit de vote de l'associé », *JCP éd. E* 2008, 1549 ; J.-P. LANGLAIS et L. GHESQUIERES, « Le droit de vote, droit fondamental de l'associé ? », *Les Petites aff.* 14 déc. 2007, p. 4 ; *Rev. sociétés* 2007, p. 814, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 2007, p. 791, obs. P. LE CANNU et B. DONDERO ; *D.* 2007, p. 2726, obs. A. LIENHARD ; *D.* 2008, p. 47, note Y. PACLOT ; J. PAILLUSSEAU, « La liberté contractuelle dans la société par actions simplifiée et le droit de vote », *D.* 2008, p. 1563 ; *JCP éd. N* 2007, n° 49, 1324, note S. REUFEGERSTE ; *Bull. Joly* 2008, p. 101, note D. SCHMIDT ; *JCP éd. E* 2007, n° 27, 2433, note A. VIANDIER ; *Bull. Joly* 2008, p. 101, note D. SCHMIDT ; *Deffrénois* 2008, n° 13, p. 1481, note B. THULLIER.

Chaque associé en demeure, en effet, doté<sup>180</sup>. Lorsque le droit de veto bénéficie à tous les associés, c'est le principe d'unanimité qui est consacré. Lorsqu'il ne bénéficie qu'à certains d'entre eux, c'est le principe d'égalité qui est en cause et non le caractère essentiel du droit de vote : le droit de veto permet seulement d'empêcher la prise de décision et non de la forcer<sup>181</sup>.

Il en est de même du vote multiple qui, s'il témoigne d'un renouveau de la liberté contractuelle en droit des sociétés, ne remet pas en question le caractère essentiel du droit de vote puisque chaque associé en reste titulaire. Seules les règles de répartition vont différer des principes habituels de proportionnalité ou de vote par tête. Remarquons également que celui-ci existe sous une forme minimale dans les sociétés anonymes, avec le droit de vote double. La remise en cause du caractère essentiel du droit de vote pourrait en revanche résulter d'une utilisation du vote plural qui aurait pour seul objet de priver un associé de tout droit réel de participation ou de réserver la décision à certains d'entre eux<sup>182</sup>. Cela porterait cependant atteinte au caractère collectif de la décision. Lorsque la loi exige l'intervention de la collectivité des associés, une telle clause statutaire encourrait donc la nullité. On peut également se demander si les solutions dégagées au visa de l'article 1844 ne trouveraient pas à s'appliquer et ne conduiraient pas à invalider ces clauses<sup>183</sup>. En outre, si cette privation était générale et faisait perdre à certains toute vocation à intervenir dans les affaires sociales, le contrat de société pourrait être requalifié<sup>184</sup>. Enfin, l'abus de majorité serait toujours invocable lorsque les conditions en sont remplies.

Si la SAS se caractérise par la liberté contractuelle des associés, son fonctionnement nous paraît ainsi suffisamment encadré pour que le caractère essentiel du droit de vote ne soit pas véritablement atteint. Les règles particulières de la SAS réservent les décisions les plus graves aux associés, tandis que le droit commun des sociétés limite les aménagements du droit de vote.

---

<sup>180</sup> V. Comité juridique de l'ANSA, « Peut-on instaurer un droit de veto dans la société par actions simplifiée », *Bull. ANSA* 2009, n° 5, n° 09-056.

<sup>181</sup> V. égal. sur les précautions à prendre afin d'assurer la validité d'un droit de veto : M. GERMAIN et J.-L. PERIN, *ouvr. préc.*, n° 129.

<sup>182</sup> V. égal. *infra* n° 110.

<sup>183</sup> Rapp. P. LE CANNU et B. DONDERO, *ouvr. préc.*, n° 153 : « Il est clair que le droit de tout associé de participer aux décisions collectives connaît un potentiel de développement important ; notamment on peut penser que la jurisprudence l'utilisera pour intervenir dans un contexte de plus grande liberté contractuelle, en particulier pour limiter les excès auxquels expose la société par actions simplifiée (...) ».

<sup>184</sup> En ce sens, P. LE CANNU, « Société par action simplifiée », *Rép. Sociétés Dalloz*, févr. 2000, n° 156 ; ANSA, Comité juridique, « SAS : est-il possible d'accorder un droit de veto au président non associé sur certaines décisions collectives ? », *Bull. ANSA* 2004, n° 04-014.

**27. – Les cas de suppression de droit de vote.** L'un des plus sérieux arguments réside dans la constatation que la loi elle-même prévoit des cas de plus en plus nombreux de suppression du droit de vote.

Elle admet en effet, depuis 1966, la suppression du droit de vote à titre de sanction, en cas de conflit d'intérêts ou encore en matière d'autocontrôle ou de participations croisées. Cela ne pose toutefois pas de difficulté réelle au regard du caractère essentiel du droit de vote<sup>185</sup>. La loi est venue, pour les deux premiers cas, consacrer des pratiques déjà existantes et dont la validité devenait douteuse après les arrêts du 7 avril 1932 et du 23 juin 1941 de la Cour de cassation<sup>186</sup>. Ces suspensions correspondent généralement à des hypothèses où le droit de vote ne peut pas être exercé ou risque de ne pas l'être à bon escient<sup>187</sup>. Lorsque le vote est supprimé à titre de sanction, c'est l'intérêt supposé de l'associé pour l'exercice du vote qui sous-tend la suspension. Ces hypothèses ne remettent donc pas en cause le caractère essentiel du droit de vote, mais le confirment plutôt.

Il semble en être autrement de l'admission de catégories de titres de capital sans droit de vote<sup>188</sup>. L'idée d'introduire des actions sans droit de vote en droit français est apparue dès le début du XX<sup>ème</sup> siècle<sup>189</sup>. En 1957, sont admis les certificats pétroliers en représentation des droits pécuniaires attachés aux actions dans les sociétés pétrolières et donc dépourvus du droit de vote<sup>190</sup>. Ceux-ci cependant bénéficient exclusivement à l'État et sont cantonnés à un domaine spécifique, celui de l'industrie pétrolière. Ce n'est qu'en 1978<sup>191</sup> que le législateur autorise de manière générale ce type d'actions avec l'institution des actions à dividende prioritaire sans droit de vote<sup>192</sup>, alors que cette catégorie d'actions était connue depuis longtemps dans d'autres pays<sup>193</sup>. Cette admission tardive des actions sans droit de vote illustre la réticence du législateur à

---

<sup>185</sup> J.-J. DAIGRE, « Le droit de vote est-il encore un attribut essentiel de l'associé ? », *JCP éd. E* 1996, n° 28, p. 575.

<sup>186</sup> V. *supra* n° 18.

<sup>187</sup> V. *infra* n° 98.

<sup>188</sup> J.-J. DAIGRE, « L'aménagement du droit de vote », *Rev. dr. bancaire* 2004, p. 364. V. également, A. PIETRANCOSTA, *préc.*, n° 723 et s.

<sup>189</sup> A. PERCEROU, *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions*, éd. Rousseau, 1932, n° 419 à 422.

<sup>190</sup> A. BOUGNOUX, « Certificats pétroliers », *J.-Cl. Sociétés traité*, fasc. 1840, avr. 2011 ; A. JOLY, « Les certificats pétroliers institués par le décret du 10 décembre 1957 », *Bull. Joly* 1957, p. 267 ; J. RAULT, « Les certificats pétroliers », *RTD com.* 1957, p. 843. V. également, CL. CHAMPAUD, « Les catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », in *Mélanges Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 161 ; A. VIANDIER, « Certificats d'investissement et certificats de droit de vote », *JCP éd. CI* 1983, II, 14117, spéc. n° 4 ; A. PIETRANCOSTA, *L'évolution du droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris 1, 1999, n° 268. V. égal. sur les projets d'introduction des actions sans droit de vote en droit français : J. HEMARD, F. TERRE, et P. MABILAT, *Sociétés commerciales*, t. 2, Dalloz, 1974, n° 165 et s.

<sup>191</sup> Loi n° 78-741 du 15 juil. 1978, article L 228-35-3 du C. com.

<sup>192</sup> V. C. JAUFFRET-SPINOSI, « Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote », *Rev. sociétés* 1979, p. 25 ; G. DELMOTTE, *Journ. des notaires* 1978, art. 54523, p. 1531. V. également : A. PIETRANCOSTA, *préc.*, n° 272.

<sup>193</sup> C. JAUFFRET-SPINOSI, *préc.*

admettre des atténuations au caractère essentiel du droit de vote. Cette voie a cependant été poursuivie avec la création des certificats d'investissement et de droit de vote par la loi du 3 janvier 1983<sup>194</sup>, puis des actions de préférence par l'ordonnance du 24 juin 2004<sup>195</sup>, qui seules peuvent être émises aujourd'hui<sup>196</sup>. Parallèlement, des titres similaires sont apparus dans les coopératives avec la création par la loi sur l'épargne du 17 juin 1987, des certificats coopératifs d'investissement représentatifs d'une part de capital mais dépourvus de droit de vote<sup>197</sup>. Ce dispositif a été poursuivi avec la création par la loi du 13 juillet 1992<sup>198</sup> de deux nouveaux types de titres : les certificats coopératifs d'associés – soumis au même régime, mais ne pouvant être détenus que par les associés et les sociétaires des coopératives associées<sup>199</sup> – et les parts à intérêt prioritaire sans droit de vote<sup>200</sup> – construites sur le modèle des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. L'institution de ces différents titres apparaît néanmoins comme un simple « assouplissement » du caractère essentiel du droit de vote<sup>201</sup>.

En premier lieu, la suppression du droit de vote est enfermée dans des limites strictement définies par le législateur et protectrices des titulaires de ces nouvelles valeurs mobilières<sup>202</sup>. Ainsi,

---

<sup>194</sup> Art. L. 228-30 du C. com. V. A. VIANDIER, *préc.* ; B. BOULOC, « Les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissement et les titres participatifs », *Rev. sociétés* 1983, p. 501 ; A. COURET, « Les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », *Bull. Joly* 1986, p. 559 ; J. RICHARD, « Les sociétés par actions et la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne », *JCP éd. CI* 1983, I, 13919.

<sup>195</sup> Art. L. 255-11 et s. C. com. V. J.-J. DAIGRE, « L'aménagement du droit de vote », in Dossier spécial « La réforme des valeurs mobilières », *Rev. dr. bancaire* 2004, n° 5, p. 348 ; F. DRUMMOND, « Un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », in Dossier spécial « La réforme des valeurs mobilières », *Rev. dr. bancaire* 2004, n° 5, p. 361 ; M. GERMAIN, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : les actions de préférence », *Rev. sociétés* 2004, p. 597 ; H. LE NABASQUE, « Les actions de préférence "de groupe" », *Bull. Joly* 2006, n° 11, p. 1296 ; P. LE CANNU, « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les actions de préférence », *RTD com.* 2004, p. 533 ; P. LEDOUX, « La nature de la préférence », *Bull. Joly* 2006, n° 11 p. 1219 ; A. VIANDIER, « Les actions de préférence », *JCP éd. E* 2004, n° 40, p. 1440 ; Après la réforme du 6 nov. 2008 : C. BARET et G. ENDREO, « Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir », *Actes prat. ing. soc.* 2008, n° 102, p. 16 ; D. BOMPOINT et S. TORCK, « Actions de préférence : les pistes d'une réforme », *Actes prat. ing. soc.* 2008, n° 102, p. 24 ; H. LE NABASQUE, « La réforme des actions de préférence », *JCP éd. E* 2008, n° 48, p. 2445.

<sup>196</sup> B. SAINTOURENS, « Les titres en voie d'extinction et le droit transitoire », *Rev. sociétés* 2004, p. 659.

<sup>197</sup> Art. 19 sexdecies et s., loi du 10 sept. 1947 ; A. COURET, « La loi sur l'épargne », *Bull. Joly* 1987, p. 545, spéc. n° 126 et s. ; H. HOVASSE, « Certificats coopératifs d'investissement », *Rép. Dalloz sociétés*, avr. 1989, mise à jour juill. 2008 ; G. DUMAS et D. LE MOULLAC, « Les certificats coopératifs d'investissement : mythe ou réalité pour les banques mutualistes », *Banque* 1988, p. 1224 ; B. PIOT, « Les certificats coopératifs d'investissement », *Rev. études coopératives, mutualistes et associatives* 1987, n° 23, p. 95.

<sup>198</sup> E. ALFANDARI, « Loi du 13 juillet 1992. Statut des parts émises par les coopératives », *RTD com.* 1993, p. 120.

<sup>199</sup> Art. 19 terdecies, loi du 10 sept. 1947. V. F. MORARD, « Les certificats coopératifs d'associés », *Rev. sociétés* 2010, p. 279.

<sup>200</sup> Art. 11 bis, loi du 10 sept. 1947.

<sup>201</sup> En ce sens, G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1606. V. égal. R. KADDOUCH, « Le droit de vote attaché aux actions de préférence », *Dr. sociétés Actes prat.* juil.-août 2005, p. 37.

<sup>202</sup> V. D. VIDAL, « La protection de l'investisseur en cas d'émission de valeurs mobilières diversifiées », *JCP éd. N* 1993, n° 21, p. 279 ; P. LE CANNU, « La protection des porteurs », *Rev. sociétés* 2004, p. 567. V. égal. S. CASTAGNE, « "Vote" en faveur du droit de vote », *art. préc.*, spéc. n° 24.

en ce qui concernait les actions à dividende prioritaire, la suppression du droit de vote était compensée par une rémunération prioritaire et mieux garantie que celle des actions ordinaires. La loi prévoyait un dividende minimum et le droit de vote réapparaissait lorsque l'intégralité des dividendes n'avait pas été versée pendant un certain délai<sup>203</sup>. De la même manière, l'émission de certificats de droit de vote et de certificats d'investissement était strictement réglementée<sup>204</sup>. Les certificats de droit de vote devaient ainsi revêtir la forme nominative. Le champ des personnes appelées à en bénéficier était en outre réduit : ils étaient remis lors de leur émission aux porteurs d'actions ou aux porteurs de certificats de droit de vote et ne pouvaient être transmis qu'accompagnés d'un certificat d'investissement ou au porteur du certificat d'investissement<sup>205</sup>. Ces deux catégories de titres, par ailleurs, ne pouvaient représenter plus du quart du capital social. Si le législateur a tenté d'assouplir le régime des actions sans droit de vote avec la création des actions de préférence<sup>206</sup>, celui-ci demeure d'une grande rigidité<sup>207</sup>. Ces titres ne peuvent représenter que la moitié du capital ou un quart du capital dans les sociétés cotées. Leur création n'est en outre possible que dans certains types de sociétés : SA, SAS, et SCA. La suppression du droit de vote est donc loin d'être devenue une pratique courante en droit des sociétés. On notera d'ailleurs que les actions sans droit de vote n'ont pas rencontré un grand succès<sup>208</sup>. Leur pratique semble cependant s'être développée quelque peu à la faveur de la crise hypothécaire (crise des *subprimes*), des actions de préférence sans droit de vote ayant été utilisées par l'État afin de rentrer dans le capital de certaines sociétés<sup>209</sup>. Elles ont toutefois été rapidement rachetées par les sociétés en cause, dès que leur besoin de financement a perdu son caractère impérieux. En matière de certificats coopératifs d'investissement, les associés doivent percevoir une rémunération au moins égale à celle attribuée aux titulaires de parts sociales<sup>210</sup> et, surtout, se voient reconnaître un droit sur l'actif net<sup>211</sup>. Ces titres ne peuvent représenter en outre plus de la moitié du capital<sup>212</sup>. Enfin, dans ces quatre cas, la loi protège les associés privés de leur droit de vote puisque toute modification de leurs droits nécessite l'accord de ces derniers, réunis en assemblée spéciale.

---

<sup>203</sup> Art. L 228-35-2 et s. C. com.

<sup>204</sup> D. VIDAL, « La protection de l'investisseur en cas d'émission de valeurs mobilières diversifiées », *JCP éd. N* 1993, n° 21, p. 279.

<sup>205</sup> B. BOULOC, *ouvr. préc.*, spéc. p. 515 à 519.

<sup>206</sup> V. notamment, P. LE CANNU, *art. préc.*

<sup>207</sup> H. LE NABASQUE, « La réforme des actions de préférence », *art. préc.*

<sup>208</sup> H. LE NABASQUE, *préc.* ; A. PIETRANCOSTA, *préc.*, n° 270 et 274. Adde A. COURET, « Le droit de vote du point de vue de la société », Colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*, qui relève toutefois des hypothèses où le droit de vote a été valorisé à zéro. V. égal. T. MASSART, « Les actions de préférence et la question du droit de vote », *Dr. et patrimoine* 2004, n° 130.

<sup>209</sup> V. égal. S. BERNARD, « L'actionnariat public et la crise », *RFDA* 2010, p. 756 ; L. BERNY, « L'État détient 17% de BNP Paribas », *Les Échos*, 8 avr. 2009 ; G. MAUJEAN, « L'État détient 19,84 % de BPCE », *Les Échos*, 12 août 09 ; « Société générale : l'État vient d'acquérir une participation de 7,2 % du capital », *Les Echos*, 29 mai 09.

<sup>210</sup> Art. 19 vicies, loi du 10 sept. 1947.

<sup>211</sup> Art. 19 novodecies, loi du 10 sept. 1947.

<sup>212</sup> Art. 19 septdecies, loi du 10 sept. 1947.



En second lieu, ces cas de suppression du droit de vote sont strictement réservés au législateur. La marge de manœuvre des associés demeure extrêmement limitée. C'est ici qu'apparaît le caractère essentiel du droit de vote. Celui-ci ne signifie pas que toutes les parts ou actions confèrent un droit de vote, mais que le droit de vote est un attribut d'une importance essentielle dans la société, qu'il faut préserver de toute utilisation indue. Il en résulte que seule la titularité d'actions ou de parts est susceptible de conférer le droit de vote, mais non que celle-ci confère systématiquement un droit de vote bien que ce soit majoritairement le cas. Cela implique par ailleurs que la liberté contractuelle est insuffisante à justifier des aménagements de la jouissance du droit de vote : seul le législateur peut les autoriser. Et si celui-ci a dû intervenir pour admettre de tels aménagements, c'est que la loi, comme la jurisprudence, ont considérablement restreint la liberté contractuelle en ce domaine au fil du temps. Alors que nombre de clauses statutaires fréquentes jusqu'à la fin de la première moitié du XX<sup>ème</sup> siècle ont été invalidées, le législateur a naturellement assoupli le régime du droit de vote. L'affirmation de son caractère essentiel s'est ainsi nécessairement accompagnée d'une intervention croissante du législateur en ce domaine.

Traitant de la suppression du droit de vote, évoquons également l'argument selon lequel le droit de vote a perdu son caractère essentiel puisque l'associé lui-même le néglige, ainsi que les taux d'absentéisme en assemblée en témoigneraient<sup>213</sup>. Plusieurs éléments de réponse peuvent y être apportés. D'abord, ce constat vaut seulement pour les sociétés cotées<sup>214</sup> dont l'actionnariat est dispersé. Ensuite, il est inexact de déduire de l'absence d'exercice du droit de vote son caractère non essentiel : l'actionnaire qui n'exerce pas son droit n'est pas nécessairement prêt à y renoncer. Le droit de vote a, en effet, une valeur qui importe pour l'associé, en témoigne le faible développement des actions sans droit de vote<sup>215</sup>. Enfin, les faits montrent que les assemblées ont connu, ces dernières années, un regain de participation et des contestations plus nombreuses à l'égard de la politique des dirigeants par les actionnaires minoritaires, y compris des actionnaires individuels. Les actionnaires habituellement absentéistes, ou donnant pouvoir en blanc, peuvent donc facilement renouer avec l'exercice de leur droit si l'enjeu le justifie. Aussi déduire de son non-exercice la perte du caractère essentiel du droit de vote est-il trop préjuger.

---

<sup>213</sup> A. PERCEROU, *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions*, éd. Rousseau, 1932, spéc. n° 420 compléter.

<sup>214</sup> On emploiera l'expression « société cotée » pour désigner les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé et les sociétés que la loi et le régulateur y assimilent fréquemment, notamment lorsque leurs titres s'échangent sur des systèmes multilatéraux de négociation.

<sup>215</sup> A cet égard, on peut mesurer la distance entre la situation actuelle et les espoirs d'auteurs qui militaient au début du XX<sup>ème</sup> siècle pour la reconnaissance des actions sans droit de vote. V. notamment A. PERCEROU, *ouvr. préc.*, spéc. n° 420 : « L'action ordinaire en effet jouera bien évidemment vis-à-vis de l'action sans droit de vote le même rôle que remplit l'action à vote privilégié vis-à-vis de l'action ordinaire. (...) Aussi bien, en acceptant clairement l'emploi de ces titres, le droit ne ferait-il que reconnaître une situation qui est, dès à présent, celle de beaucoup d'actionnaires, et il n'y a généralement que des avantages à mouler en quelque sorte les institutions juridiques sur la réalité des faits ».

L'analyse des textes a mis en évidence que le droit de vote n'a rien perdu de son caractère essentiel. L'examen de la jurisprudence permet de faire le même constat.

### **β. L'absence de remise en cause par le juge**

**28. – Une remise en cause apparente par l'arrêt *De Gaste*.** La consécration du caractère essentiel du droit de vote est venue de la jurisprudence, avec les arrêts de la Cour de cassation du 7 avril 1932 et du 23 juin 1941, favorisant ainsi l'évolution légale<sup>216</sup>. Pourtant, l'atteinte la plus directe au droit de vote a semblé un temps avoir été portée par cette même juridiction. Dans l'arrêt *De Gaste* du 4 janvier 1994<sup>217</sup>, la chambre commerciale a eu, en effet, à statuer sur la validité d'une clause statutaire attribuant le droit de vote à l'usufruitier pour l'intégralité des décisions sociales. Elle casse l'arrêt d'une cour d'appel qui avait admis la validité de la clause, en énonçant que « *si, selon l'article 1844, alinéa 4, du Code civil, il peut être dérogé à l'alinéa 3 du même article qui est relatif au droit de vote, et qu'il était donc possible aux statuts litigieux de prévoir une dérogation sur ce point, aucune dérogation n'est prévue concernant le droit des associés et donc du nu-propriétaire de participer aux décisions collectives tel qu'il est prévu à l'alinéa premier dudit article, la cour d'appel a violé le texte susvisé* ». L'atteinte au caractère essentiel du droit de vote viendrait alors de deux constatations. D'une part, la Cour distingue clairement le droit de vote et le droit de participer aux décisions collectives<sup>218</sup>. Or l'article 1844 alinéa 1<sup>er</sup>, fondement du caractère essentiel du droit de vote, ne vise explicitement que le droit de participer. Il faudrait en déduire que le droit de vote a perdu son caractère essentiel au profit du seul droit de participer. La jurisprudence interdisant à l'associé de se dépouiller de son droit de vote, voire celle relative à la liberté de vote, seraient alors remise en cause<sup>219</sup>. D'autre part, la Cour de cassation reconnaît explicitement la qualité d'associé du nu-propriétaire mais admet pourtant qu'il puisse être privé de son droit de vote. Il faudrait en déduire que désormais, un associé peut être privé statutairement de son droit de vote : le droit de vote ne serait plus un attribut essentiel de l'associé<sup>220</sup>.

**29. – Le démenti postérieur.** Pourtant, il est rapidement apparu que cette solution ne revêtait pas la portée qu'on lui prêtait. Il faut remarquer d'abord que le second argument, relatif à la

---

<sup>216</sup> *Supra* n° 20.

<sup>217</sup> Cass. com. 4 janv. 1994, n° 91-20256, *Bull. civ. IV* 1994, n° 10, p. 8 ; *Dr. et Patrimoine* juil.-août 1994, p. 69, obs. J.-P. BERTREL ; *Dr. et Patrimoine* nov. 1994, p. 20, note P. BONDUELLE et B. TOLUB ; *Dr. sociétés* 1994, comm. n° 45, note T. BONNEAU ; *Bull. Joly* 1994, p. 249, note J.-J. DAIGRE ; *Gaz. Pal.* 1995, 1, p. 1, note M. DELVAL ; *Deffrénois*, 30 avr. 1994, n° 8, p. 556, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1994, p. 278, note M. LECENE-MARENAUD ; *Quot. Jur.* 3 février 1994, n° 10, p. 4, note P.M. ; *JCP éd. E* 1994, I, 363, n°4, note A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; *RTD civ.* 1994, p. 644, note F. ZENATI.

<sup>218</sup> V. P. LE CANNU, *préc.*

<sup>219</sup> V. *infra* n° 38 et s.

<sup>220</sup> En ce sens, J.-J. DAIGRE, « Le droit de vote est-il encore un attribut essentiel de l'associé ? », *art. préc.* V. égal. J.-J. DAIGRE, note sous Cass. com. 9 févr. 1999, *Bull. Joly* 1999, n° 5, p. 566.

reconnaissance de la qualité d'associé, n'est pas dirimant. En effet, la solution concerne une question spécifique, celle de la répartition du droit de vote entre usufruitier et nu-proprétaire. Or il n'y a pas de suppression du droit de vote puisque, pour chaque décision sociale, l'un des deux est autorisé à voter. L'action ou les parts sociales confèrent donc toujours le droit de vote et en ce sens le caractère essentiel de ce droit n'est pas atteint. Il est par ailleurs concevable que la qualité d'associé soit reconnue à chacun d'eux<sup>221</sup>. Relevons qu'il serait encore possible de réconcilier la solution consacrée par la Cour avec l'article 1844 al. 1 par un autre biais : que le nu-proprétaire puisse être privé de son droit de vote découle d'une prévision légale – l'alinéa 4 de l'article 1844 –, de sorte qu'elle ne porte pas atteinte au principe affirmé par l'alinéa 1 – qui ne prohibe que les privations conventionnelles, à l'exclusion des privations légales. Il demeure cependant que la Cour dissocie droit de vote et droit de participer et que seul ce dernier semblerait désormais revêtir un caractère essentiel.

La réaffirmation du caractère essentiel du droit de vote par la jurisprudence a cependant levé tout doute. La Chambre commerciale énonce ainsi dans l'arrêt *Château d'Yquem* du 9 février 1999<sup>222</sup> au visa de l'article 1844 al. 1 et 4 : « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter et les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions* ». La Cour réaffirme ainsi le caractère essentiel du droit de vote et lie les droits de participer et de voter qu'elle avait dissociés dans l'arrêt *De Gaste*. Si les deux droits sont liés, la Cour les distingue néanmoins, semblant en faire « *un droit unique à double face* »<sup>223</sup>. Cela ne va d'ailleurs pas sans rappeler la solution dégagée en 1941<sup>224</sup> où le caractère essentiel était attribué à « *l'assistance et [au] vote des actionnaires aux délibérations* ». Sans revenir sur la solution de l'arrêt *De Gaste* qui sera d'ailleurs confirmée par la suite<sup>225</sup>, elle la cantonne donc au

---

<sup>221</sup> Pour une reconnaissance tour à tour à chacun d'eux, V. M. COZIAN, « Du nu-proprétaire ou de l'usufruitier qui a la qualité d'associé ? », *JCP éd. E* 1994, II, 374.

<sup>222</sup> Cass. com. 9 févr. 1999, n° 96-17661, *Bull. civ. IV* 1999, n° 44, p. 36 ; *Dr. et patrimoine* 2000, n° 78, p. 96, note J.-P. BERTREL ; *JCP* 1999, II, 10168, note G. BLANC ; *Dr. Sociétés* 1999, n° 5, p. 9, note T. BONNEAU ; *D. Aff.* 1999, p. 563, obs. M. B ; *Bull. Joly* 1999, p. 566, note J.-J. DAIGRE ; *Rev. jur. com.* 1999, p. 269, note J.-PH. DOM ; *JCP éd. E* 1999, n° 16, p. 724, note Y. GUYON ; *D.* 2000, somm., p. 231, note J.-C. HALLOUIN ; *Deffrénois* 1999, n° 10, p. 625, note H. HOVASSE ; *Rev. sociétés* 1999, p. 81, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 1999, p. 902, note Y. REINHARD.

<sup>223</sup> P. LE CANNU, note *préc.*

<sup>224</sup> Req. 23 juin 1941, *préc.*

<sup>225</sup> Cass. com. 22 févr. 2005, n° 03-17421 ; *JCP éd. E* 2005, n° 27, 1046, obs. J.-J. CAUSSAIN, FL. DEBOISSY et G. WICKER ; *Deffrénois* 2005, n° 22, p. 1792, note D. FIORINA ; *JCP éd. N* 2005, n° 42, 1428, note J.-P. GARÇON ; *D.* 2005, p. 2950, obs. J.-C. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *JCP éd. E* 2005, n° 25, 968, note R. KADDOUCH ; *Rev. sociétés* 2005, p. 353, note P. LE CANNU ; *Dr. et patrimoine* mai 2005, n° 137, p. 102, obs. D. PORACCHIA ; *D.* 2005, p. 1430, obs. B. THULLIER. Et rendu après avis de la Chambre commerciale, Cass. 2<sup>ème</sup> civ. 13 juill. 2005, n° 02-15904, *Bull. civ. II* 2005, n° 194, p. 172 ; *D.* 2005, p. 2950, obs. J.-C. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *Bull. Joly* 2005, p. 217, note P. LE CANNU. V. égal. Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185 ; *Dr. sociétés* mars 2009, n° 46, note M.-L. COQUELET ; *D.* 2009, p. 780, note B. DONDERO ; *D.* 2010, p. 287, obs. J.-CL. HALLOUIN ; *Rev. sociétés* 2009, p. 83, note P. LE CANNU ; *D.* 2009, p. 12, obs. A. LIENHARD ; *D.* 2009, p. 2300, obs. B. MALLET-BRICOURT ; *RTD com.* 2009, p. 167, note M.-H. MONSERIE-BON ; *JCP éd. E* 2009, 1450, note A. RABREAU ; *RTD civ.* 2009, p. 137, note T. REVET ; *Bull. Joly* 2009, p. 116, note T. REVET ; *Dr. et patrimoine* mai 2009, p. 102, note D. PORACCHIA.

domaine de la répartition du droit de vote entre l'usufruitier et le nu-proprétaire<sup>226</sup> et rend au droit de vote la place qui était la sienne. Cette décision est d'autant plus remarquable que la Cour condamne une clause engendrant une suppression de vote, qui avait pour objet de régler une situation de conflit d'intérêts en étendant la procédure des conventions réglementées à des cas non explicitement prévus par la loi. Cet objectif n'était pas illégitime et la suspension du droit de vote n'était pas l'objet de la clause mais un de ses effets. La solution aurait donc pu être différente<sup>227</sup>. Il faut enfin mentionner que les arrêts affirmant le caractère essentiel du droit de vote avaient jusqu'à présent étaient rendus en matière de sociétés anonymes et les attendus des deux arrêts du 7 avril 1932 et du 23 juin 1941 employaient les termes « *d'actionnaires* ». L'affaire *Château d'Yquem* est, au contraire, non seulement relative à une société en commandite par actions, mais encore l'attendu de principe y revêt une formulation générale. Le principe dégagé vaut donc pour toute société.

L'arrêt du 23 octobre 2007<sup>228</sup> vient confirmer cette solution. Les statuts d'une société par actions simplifiée prévoyaient que l'exclusion d'un associé pouvait être prononcée au moyen d'une décision collective et que le droit de vote de l'associé en cause serait alors suspendu. La Cour de cassation invalide cette clause en énonçant « *qu'il résulte [de l'article 1844 al. 1er] que tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter et que les statuts ne peuvent déroger à ces dispositions que dans les cas prévus par la loi* ». Là encore, une décision contraire aurait pu être justifiée, ce qui illustre la force du principe affirmé par la Cour de cassation. L'article L. 227-9 du Code de commerce prévoit en effet que les décisions collectives sont prises dans les formes et conditions prévues par les statuts ; une décision collective des associés n'est en outre pas requise en matière d'exclusion. La cour d'appel, à la suite de nombreux auteurs<sup>229</sup>, en avait déduit qu'un associé pouvait valablement être privé de son droit de vote<sup>230</sup>. La Cour de cassation opte cependant pour une interprétation stricte des textes. Là encore, l'arrêt était relatif non à une société anonyme mais à une société par actions simplifiée ; et la formulation des motifs montre la généralité du principe.

Un arrêt du 4 mai 2010<sup>231</sup>, moins explicite, s'inscrit dans le prolongement de ces décisions<sup>232</sup>. La question soumise à la Cour était celle de savoir si le gérant de société à

---

<sup>226</sup> V. P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 304.

<sup>227</sup> P. LE CANNU, note sous Cass. com. 9 févr. 1999, *préc.*, spéc. n° 11 et s.

<sup>228</sup> Cass. com. 23 oct. 2007, *préc.* V. *supra* n° 26.

<sup>229</sup> A. CHARVERIAT et A. COURET, *Sociétés par actions simplifiée*, Dossiers Pratiques Francis Lefebvre, 2001, n° 1828 ; Y. GUYON, note sous Cass. com. 9 févr. 1999, *JCP éd. E* 1999, n° 16, p. 724 ; J.-L. PERIN, *La société par actions simplifiée*, éd. Joly, 2000, n° 499 ; M. STORCK, « Les associés de la SAS », *Les Petites aff.* 15 sept. 2000, p. 42

<sup>230</sup> V. notamment, A. VIANDIER, note *préc.*

<sup>231</sup> Cass. com. 4 mai 2010, n° 09-13205, *Bull. civ. IV*, n° 84 ; *JCP éd. E* 2010, 729 ; *Droit des contrats* 2010, n° 6, p. 3, note D. GALLOIS-COCHET ; *Dr. sociétés* 2010, n° 7, 139, M. ROUSSILLE ; *D.* 2010, p. 2797, note J.-CL. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *Rev. sociétés* 2010, p. 222, note A. COURET ; *RTD com.* 2010, p. 563, note CL. CHAMPAUD et D. DANET ; *D.* 2010, p. 1206, note A. LIENHARD ; *Bull. Joly* 2010, p. 647, note B. DONDERO ;

responsabilité limitée peut prendre part au vote statuant sur sa rémunération. Cela conduisait à s'interroger sur la nature, conventionnelle ou institutionnelle, de la rémunération du gérant. L'affirmation de la nature conventionnelle de la rémunération aurait placé la décision dans le domaine des conventions réglementées et aurait conduit à priver le gérant de son droit de vote en application de l'article L. 223-19 du Code de commerce, si tant est que la convention ne fût pas considérée comme « courante » au sens de l'article L. 223-20<sup>233</sup>. Inversement, si la rémunération était institutionnelle, les textes relatifs aux conventions réglementées prévoyant expressément une telle privation n'auraient pas trouvé à s'appliquer. En l'absence de disposition spéciale prévoyant une privation du droit de vote, il fallait admettre le vote de l'intéressé en application de l'article 1844. À défaut, il aurait été porté atteinte au caractère essentiel du droit de vote. La doctrine majoritaire s'accordait sur la seconde solution. Pourquoi la rémunération des dirigeants serait-elle, en effet, institutionnelle dans les sociétés anonymes et conventionnelle dans les SARL ? Un doute existait cependant. Face à ces alternatives, il était parfois conseillé au gérant de « s'abstenir » de voter, sans qu'une privation du droit de vote ne soit statutairement prévue. La question est tranchée par la Cour de cassation, énonçant que « *la détermination de la rémunération du gérant d'une société à responsabilité limitée par l'assemblée des associés ne procédant pas d'une convention, le gérant peut, s'il est associé, prendre part au vote* ». L'idée que toute suppression du droit de vote doit être expressément prévue par la loi en sort ainsi confortée, puisqu'une solution contraire n'aurait été justifiée que par une interprétation extensive des dispositions relatives aux conventions réglementées. Le pourvoi soutenait encore qu'à défaut d'opter pour la nature conventionnelle, il existait un conflit d'intérêts qui devait conduire à la privation du droit de vote du gérant. La Cour de cassation ne répond pas à cette objection : seul le législateur pourrait prévoir une telle suppression, il n'existe pas en droit français de principe général de privation du droit de vote en cas de conflit d'intérêts.

**30. – Conclusion.** Il nous est permis de conclure que les principes dégagés par la jurisprudence dans la première moitié du XX<sup>ème</sup> siècle n'ont pas été abandonnés : le droit de vote a un caractère essentiel et toute suppression statutaire ou conventionnelle est exclue, à moins que la loi n'en dispose autrement. Au contraire, la Cour de cassation ne cesse de les réaffirmer avec

---

*Petites affiches* 2010, p. 17, note C. BOISMAIN.

<sup>232</sup> V. encore, par ex., Cass. com. 19 sept. 2006, n° 04-14372 ; *RTD com.* 2007, p. 174 note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 2007, p. 540, note D. SCHMIDT. Dans cette affaire, il était reproché à des actionnaires détenteurs de parts de fondateurs d'avoir pris part au vote sur la décision de conversion des parts sociales en actions. La Cour de cassation approuve la cour d'appel d'avoir rejeté cette prétention, car « *aucune disposition légale réglementaire ou statutaire n'interdit à un actionnaire, même majoritaire et détenteur de parts de fondateur, de prendre part à proportion de ses actions aux délibérations et au vote sur le principe et les modalités de la conversion des parts de fondateur* », et ce sous réserve d'un abus. L'arrêt est cependant ambigu en ce qu'il n'exclut pas qu'une clause statutaire puisse supprimer le droit de vote.

<sup>233</sup> C'était la thèse qui avait été adoptée par la cour d'appel dans la présente affaire. V. en ce sens, Paris 3<sup>ème</sup> ch. 25 janv. 2007, *BRDA* 7/07, p. 3 ; *D.* 2008, p. 379, obs. J.-CL. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *RJDA* 2007, n° 629.

fermeté. Le législateur a pris acte de cette évolution jurisprudentielle en consacrant ces principes et en y apportant des assouplissements au cas par cas, dans des hypothèses souvent statutairement prévues auparavant et lorsque ceux-ci apparaissaient indispensables en pratique. On ne saurait ainsi déduire de ce que la loi autorise parfois la suppression du droit de vote, une disparition de son caractère essentiel. Affirmer que le droit de vote est un « *attribut essentiel* » de l'associé ne signifie pas que tout associé doit en être pourvu : il a, en effet, toujours existé des cas de suppression de droit de vote. Le caractère essentiel signifie plutôt que seuls les associés peuvent en être pourvus et que ce droit jouit d'une protection particulière<sup>234</sup>. Les associés ni la société n'en ont la libre disposition. Toute suppression statutaire ou conventionnelle est prohibée et les aménagements du droit de vote sont strictement encadrés<sup>235</sup>.

## 2. Refus du droit de vote aux tiers

31. – Énoncer que le droit de vote est un attribut essentiel de l'associé, c'est aussi refuser indirectement le droit de vote aux tiers. Si « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* », *a contrario*, les tiers n'en bénéficient pas. L'affirmation nécessite peu de développements, tant elle paraît évidente en droit positif. Remarquons néanmoins qu'il n'en a pas toujours été ainsi. Le principe était indiscuté dans les sociétés de personnes, où le vote était historiquement analysé comme l'expression du consentement des parties au contrat<sup>236</sup>. Mais dans les sociétés par actions, ce n'est qu'au cours du XIX<sup>ème</sup> siècle qu'il s'impose de manière absolue. Il n'était pas rare auparavant que le vote en assemblée puisse être exercé par des intervenants, plus ou moins intéressés par la gestion sociale<sup>237</sup>. Aujourd'hui, le principe est sûr : seul les associés bénéficient du droit de vote.

Cette affirmation mérite toutefois deux précisions. D'une part, toute influence n'est pas déniée aux autres intéressés à la marche sociale, que l'on peut qualifier de parties prenantes. Jamais néanmoins un droit de vote en assemblée ne leur est reconnu. D'autre part, la question de l'attribution du droit de vote à un tiers a ressurgi lors de l'introduction des actions de préférence en droit français. La réponse paraît toutefois demeurer négative.

---

<sup>234</sup> A cet égard, il faut remarquer que le terme « essentiel » reçoit plusieurs acceptions. Il ne signifie pas uniquement « *Qui est dans la nature de quelque chose ou de quelqu'un ; qui est constitutif de quelque chose* », mais également « *Fondamental, important* ». V. P. IMBS et B. QUEMADA (sous la direction de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIX<sup>ème</sup> et du XX<sup>ème</sup> siècle (1789-1960)*, éd. Gallimard, 1992, V<sup>o</sup> Essentiel.

<sup>235</sup> V. Y. PACLOT, « Repenser l'attribution du droit de vote en cas de démembrement de droits sociaux », *JCP éd. E* 2006, n<sup>o</sup> 6, p. 1251.

<sup>236</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 121 et s.

<sup>237</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 192 et s. ; A. LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX<sup>ème</sup> siècle*, *ouvr. préc.*, p. 352 et s.

Nous examinerons distinctement la situation des autres parties prenantes (a) puis celle des titulaires d'actions de préférence (b).

### a. Les autres parties prenantes

**32. – Présentation.** Il est parfois reconnu à des tiers des possibilités de participation, sans jamais toutefois qu'ils ne bénéficient d'un droit de vote en assemblée. Nous distinguerons la situation des salariés de celle des autres créanciers.

**33. – Salariés.** Les salariés se voient octroyer en droit français des possibilités de participation, certes minimales, mais non inexistantes. Ils disposent d'abord indirectement d'un droit d'information par le biais du comité d'entreprise, le Code du travail dressant une liste des questions sur lesquelles il doit être informé et consulté<sup>238</sup>. Ce même comité se voit ensuite attribuer un droit de contrôle, minimal, par le biais du droit d'alerte<sup>239</sup>. En outre, dans les sociétés anonymes, il est conféré aux salariés une possibilité indirecte de participation à la gestion sociale. Deux membres du comité d'entreprise assistent au conseil d'administration ou au comité de surveillance<sup>240</sup>. Ils ne disposent toutefois que d'une voix consultative ; ce droit tient donc plus d'un droit d'information que d'un droit de participation à la gestion. Dans les sociétés cotées encore, lorsque les salariés détiennent plus de 3% du capital social, un ou plusieurs administrateurs (ou membres du conseil de surveillance) doivent être élus parmi les salariés actionnaires<sup>241</sup>. Enfin, les statuts peuvent prévoir que des représentants des salariés siègent au conseil d'administration (ou au conseil de surveillance) avec voix délibérative<sup>242</sup>.

Les droits d'intervention reconnus aux salariés sont donc indirects et de peu d'étendue. Surtout, il n'a jamais été question de leur reconnaître un droit de vote au sein des assemblées générales, à moins qu'ils ne soient par ailleurs actionnaires. Remarquons que la situation n'est pas différente dans les pays qui se sont engagés plus en avant dans la voie de la cogestion. L'Allemagne permet ainsi la présence de salariés au sein de l'*Aufsichtsrat*, équivalent du conseil de surveillance : le vote des salariés en assemblée n'a en revanche jamais été envisagé<sup>243</sup>.

---

<sup>238</sup> Art. L. 2323-1 et s. C. trav.

<sup>239</sup> Art. L. 2323-78 C. trav.

<sup>240</sup> Art. L. 2323-62 C. trav.

<sup>241</sup> Art. L. 225-23 et L. 225-71 C. com.

<sup>242</sup> Art. L. 225-27 et L. 225-79 C. com.

<sup>243</sup> V. F. GAMILLSCHEG, « La cogestion des travailleurs en droit allemand – Bilan à la lumière du jugement du tribunal constitutionnel fédéral du 1<sup>er</sup> mars 1979 », trad. par P. Chenut, *Rev. int. dr. comp.* janv.-mars 1980, p. 57 : « Le siège de la cogestion au sein de la société est le conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*), (...) qui désigne et contrôle le directeur

**34. – Autres créanciers.** Tel est encore le cas des créanciers dont toute immixtion dans la vie sociale est suspecte. S'ils se comportent comme des associés, il s'exposent à être considérés comme tels, au risque de devoir contribuer aux pertes<sup>244</sup>. Là encore, cela ne signifie pas que toute intervention dans la vie sociale leur soit refusée : ils sont consultés lorsque leurs intérêts sont en cause. En période de procédure collective, par exemple, un droit de contrôle leur est conféré par le biais du mandataire judiciaire<sup>245</sup>, du contrôleur<sup>246</sup> ou du comité de créancier<sup>247</sup>. En cas de fusion de sociétés anonymes encore, les créanciers antérieurs peuvent bénéficier d'un droit d'opposition<sup>248</sup>.

Quant aux obligataires, réunis en masse, ils sont consultés sur les opérations sociales risquant de compromettre leurs intérêts<sup>249</sup>. Le défaut d'approbation peut dans certains cas bloquer l'opération, à moins que la société ne propose de désintéresser les obligataires. Ils bénéficient également d'un droit d'information par le biais de leurs représentants, pouvant même accéder à l'assemblée générale des actionnaires. Mais il est expressément énoncé : « *Les représentants de la masse ne peuvent s'immiscer dans la gestion des affaires sociales. Ils ont accès aux assemblées générales des actionnaires, mais sans voix délibérative* »<sup>250</sup>.

Les porteurs de titres participatifs – dont une partie de la rémunération est indexée sur les résultats sociaux ou sur des éléments relatifs à l'activité de la société<sup>251</sup> et qui ne sont remboursés qu'à la liquidation et après les créanciers privilégiés et chirographaires et les prêts participatifs<sup>252</sup> – sont dans une situation proche. Ils bénéficient d'un droit de communication des documents sociaux « *dans les mêmes conditions que les actionnaires* »<sup>253</sup> et leurs représentants, ayant un droit d'assistance aux assemblées générales, doivent être consultés sur toutes les questions inscrites à l'ordre du jour. Ils n'ont toutefois pas voix délibérative.

---

*(Vorstand) et peut se réserver la compétence dans certaines affaires importantes pour l'entreprise. En revanche, l'assemblée des actionnaires (ou membres de la S.A.R.L.) de la compétence de laquelle relèvent l'adoption définitive des statuts, l'affectation des bénéfices et, le cas échéant, les fusions et le transfert du patrimoine social est soustraite à toute influence de la part des travailleurs* ». V. égal. sur la cogestion : K. HOPT, « La structure dualiste en Allemagne : expériences, convergences et particularités d'Outre Rhin », *RLDA* juill. 2007, suppl. au n° 17, p. 34 ; R. DUROUDIER et R. KÜHLEWEIN, *La loi allemande sur les sociétés par actions (Aktiengesetz 1937)*, Préf. A. François-Poncet, Sirey, 1954, spéc. p. 75, 94 et 109, (mentionnons que le droit applicable a été depuis lors modifié par la loi *Mitbestimmungsgesetz* de 1976).

<sup>244</sup> V. *infra* n° 63.

<sup>245</sup> Art. L. 621-4, L. 631-9, L. 641-1 C. com.

<sup>246</sup> Art. L. 621-11 C. com. V. A. JACQUEMONT, *Droit des entreprises en difficulté*, 7<sup>ème</sup> éd., Litec, 2012, n° 287 et s.

<sup>247</sup> Art. L. 626-29 et s. C. com. V. A. JACQUEMONT, *ouvr. préc.*, n° 703 et s.

<sup>248</sup> Art. L. 236-14 C. com. (SA).

<sup>249</sup> *Ibid.*

<sup>250</sup> Art. L. 228-55 C. com.

<sup>251</sup> Art. préc.

<sup>252</sup> Art. L. 228-36 C. com. V. en ce sens, par ex. : T. BONNEAU, *Droit bancaire*, 9<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011, n° 529 ; H. HOVASSE, « Titres participatifs », *Rep. Dalloz sociétés*, août 1988.

<sup>253</sup> Art. L. 228-37 C. com.



Il en est de même des titulaires de valeurs mobilières composées donnant accès au capital. Ceux-ci, parce qu'il est possible qu'ils accèdent au capital à terme, se voient reconnaître des droits tendant à leur protection. Ils disposent d'un droit d'information<sup>254</sup>. Leurs représentants disposent en outre d'un droit d'accès aux assemblées d'actionnaires<sup>255</sup>. Mais là encore, les textes précisent qu'ils n'ont pas voix délibérative. Certaines opérations sociales, d'une certaine gravité, ne peuvent en outre être réalisées qu'avec l'accord de la masse des porteurs. Il ne s'agit toutefois pas ici de leur reconnaître des droits d'actionnaires avant l'heure, mais de leur permettre de s'opposer à des opérations qui pourraient mettre en péril leurs intérêts.

Les droits qui sont reconnus à ces différents acteurs, nous le constatons, n'ont rien de commun avec ceux des associés : il s'agit d'un droit minimum d'information et de contrôle, qui n'est en rien général et ne trouve à jouer que lorsque leurs intérêts sont menacés.

### **b. Les titulaires d'actions de préférence**

**35. – Présentation.** Il convient de mettre à part une question qui ne manque pas de se poser à la lecture de l'article L. 228-13 du Code de commerce, relatif aux actions de préférence. Il est permis à une société par actions, aux termes de l'article L. 228-11, d'émettre des actions de préférence qui confèrent à leur propriétaire des « *droits particuliers de toute nature* ». L'article L. 228-13 précise que ces « droits particuliers » « *peuvent être exercés dans la société qui possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital de l'émettrice ou dans la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital* ». Peut-on alors admettre qu'un non-associé soit doté du droit de vote au sein d'une société, parce qu'il est associé de sa société-mère ou d'une filiale<sup>256</sup> ?

**36. – Vote dans la société mère ou filiale.** Une réponse positive à cette seconde interrogation mettrait à mal le principe traditionnel n'accordant le droit de vote qu'aux associés. Il s'agirait alors, en quelque sorte, de faire fi, à certaines occasions, de la personnalité morale des différentes sociétés du groupe pour admettre que les associés de l'émettrice votent dans la société qui la contrôle ou dans la société qu'elle contrôle.

---

<sup>254</sup> Art. L. 228-5 C. com.

<sup>255</sup> *Ibid.*

<sup>256</sup> Il faut au préalable admettre que le droit de vote est un droit particulier au sens de l'article L. 228-11. L'analyse de la rédaction des textes permet de conclure aisément en ce sens. L'article L. 228-11, après avoir indiqué que les actions de préférence peuvent être assorties de droits particuliers de toute nature, énonce que ces droits sont définis dans le respect des articles L. 225-122 à L. 255-125. Or ceux-ci ont trait à l'aménagement du droit de vote. On en déduit que le droit de vote est un droit particulier susceptible d'être aménagé au sens de l'article L. 228-11, dans le respect des dispositions précitées. V. sur cette question T. ALLAIN, *ib. préc.* n° 181 et s. ; H. LE NABASQUE, « Les actions de préférence "de groupe" », *Bull. Joly* 2006, p. 1296.

On ne saurait souscrire, néanmoins, à la thèse admettant l'attribution d'un droit de vote au sein d'une société à un non-associé<sup>257</sup>. D'une part, les règles générales du droit des sociétés – article 1844 du Code civil – et du droit des sociétés par actions – articles L. 225-122 et suivants du Code de commerce – ont vocation à s'appliquer en l'absence de disposition spéciale contraire. Or, à la lecture des dispositions relatives aux actions de préférence, rien ne permet d'écarter le jeu des dispositions générales. D'autre part, les textes spéciaux, loin d'écarter ces principes généraux, y font référence. En effet, l'article L. 228-13 est une précision apportée à l'article L. 228-11 et celui-ci dispose qu'il est possible d'attacher des droits particuliers aux actions de préférence, « *dans le respect des dispositions des articles L. 225-10 et L. 225-122 à L. 225-125* » du Code de commerce. Or l'article L. 225-122 édicte que le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent. Des exceptions sont limitativement définies par les articles suivants, envisageant la possibilité d'un droit de vote double et d'un plafonnement des droits de vote. On en déduit qu'on ne saurait conférer un droit de vote à une personne n'étant pas actionnaire de la société<sup>258</sup>.

L'introduction des actions de préférence dans notre droit n'a donc pas affecté le principe qui veut que le droit de vote ne soit attribué qu'aux associés.

**37. – Conclusion.** Le droit de vote n'a ainsi rien perdu de son caractère essentiel. Il bénéficie aux seuls associés, et à tous les associés à moins que la loi n'en dispose autrement. Encore faut-il préciser les implications d'une telle affirmation.

## **B- Les implications du caractère essentiel du droit de vote**

**38. –** Le caractère essentiel du droit de vote est un principe d'ordre théorique dont il convient de dégager les effets pratiques. Ce principe irrigue le droit des sociétés, empreint d'ordre public lorsqu'il s'attache à réglementer l'attribution et l'exercice du droit de vote. Ses implications peuvent être résumées en deux principes. D'une part, seule la loi peut prévoir une suppression du droit de vote. D'autre part, l'aménagement de l'exercice du vote, s'il est possible, est strictement

---

<sup>257</sup> Admettant qu'un droit de vote puisse être conféré dans les autres sociétés du groupe, T. ALLAIN, *th. préc.*, n° 181 et s., n° 220 et s., n° 432 et s. *Contra* notamment : D. BOMPOINT et S. TORCK, « Actions de préférence : les pistes d'une réforme », *Act. prat. ing. soc.* sept.-oct. 2008, p. 24 ; M. GERMAIN, « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : les actions de préférence », *Rev. sociétés* 2004, p. 597 ; H. LE NABASQUE, « Les actions de préférence "de groupe" », *art. préc.* ; H. LE NABASQUE, J.-M. GAILLARD, R. KADDOUCH, PH. PORTIER et B. SOLLE, « Les actions de préférence », *Actes prat. ing. soc.* mai-juin 2006, p. 2, spéc. n° 95 ; P. LEDOUX, « La nature de la préférence », *Bull. Joly* 2006, p. 1219 ; J. MESTRE, « La réforme des valeurs mobilières », *RLDA* 2005, n° 78, p. 11 ; A. VIANDIER, « Les actions de préférence », *JCP éd. E* 2004, n° 40, 1440.

<sup>258</sup> Remarquons qu'une autre solution serait également peu cohérente avec la législation tendant à limiter les participations croisées. Sur l'autocontrôle, V. *infra* n° 303 et s. et 533 et s.

encadré : il trouve sa limite dans la préservation de la liberté de vote des associés. Car jouissance et exercice sont évidemment liés. L'aménagement de l'exercice du droit de vote pourrait remettre en cause les principes régissant sa jouissance.

La reconnaissance du caractère essentiel du droit de vote influe donc tout à la fois sur les règles relatives à sa jouissance et sur celles relatives à son exercice. Cette distinction était déjà suggérée dans l'arrêt du 7 avril 1932, puisque la Cour y énonce, eu égard au droit de vote : « *si (...) son exercice peut être réglementé dans une certaine mesure par les statuts, il ne saurait en aucun cas être supprimé* ». Sont ainsi prohibés les aménagements relatifs à la jouissance du droit de vote (1) et sont encadrés les aménagements relatifs à l'exercice du droit de vote (2).

### 1. La prohibition des aménagements relatifs à la jouissance du droit de vote

**39. – Présentation.** Les aménagements relatifs à la jouissance du droit de vote étaient fréquents au XIX<sup>ème</sup> siècle et au début du XX<sup>ème</sup> siècle. Les juges en ont peu à peu affirmé l'illicéité. Le législateur est toutefois intervenu pour consacrer certains des aménagements qui avaient cours autrefois. Aujourd'hui, le principe est clair : les aménagements relatifs à la jouissance du droit de vote sont prohibés. Seul le législateur peut prévoir des cas de suppression ou de suspension du droit de vote.

**40. – La suppression statutaire permanente du droit de vote.** Une suppression statutaire permanente du droit de vote d'un associé s'avère impossible. Cette solution s'impose après l'arrêt de 1932. La Cour y affirme en effet qu'il ne saurait en aucun cas être supprimé, dans une affaire relative à une suspension temporaire dans une société anonyme. Les arrêts du 9 février 1999 et du 23 octobre 2007 viennent le confirmer, respectivement dans une société en commandite par actions et une société par actions simplifiée. À fortiori, une suppression statutaire permanente doit être condamnée. La solution s'impose également dans les autres types de sociétés<sup>259</sup>.

**41. – La renonciation au droit de vote.** Au-delà de la suppression imposée du droit de vote, se pose la question de la suppression consentie. Un associé pourrait-il renoncer à son droit de vote ? La Cour de cassation n'a, semble-t-il, pas été amenée à se prononcer sur le cas d'une renonciation permanente. On aurait pu être tenté de déduire de l'arrêt du 7 avril 1932 qu'un actionnaire ne peut renoncer à exercer pour l'avenir son droit de vote. Il s'agirait là d'une interprétation par analogie justifiée par le caractère essentiel du droit de vote, nécessitant un contrôle strict des dérogations aux règles d'attribution et d'exercice. Ce n'est pourtant pas ainsi

---

<sup>259</sup> *Supra* n° 21.

que certains auteurs raisonnaient à l'époque. La conception purement contractuelle était encore très prégnante : l'actionnaire pouvait renoncer librement au droit de vote qu'il tenait du contrat de société, comme tout titulaire d'un droit patrimonial<sup>260</sup>. Si on trouve d'anciennes décisions de juges du fonds<sup>261</sup>, les seuls arrêts rendus par la Cour de cassation portent sur des conventions de vote et non sur de véritables renonciations. Ce n'est qu'avec le décret-loi du 31 août 1937 que la renonciation semble définitivement condamnée<sup>262</sup>. Il semble alors admis qu'elle produit des effets similaires à une suppression et doit être interdite. Aujourd'hui encore et même si cette disposition n'a pas été reprise par la loi du 24 juillet 1966, la renonciation au droit de vote n'est plus admise. La doctrine s'accorde en effet à dire que, dans le silence de la loi de 1966, les solutions antérieures valent toujours. L'article 1844 du Code civil peut en outre aujourd'hui fonder cette prohibition. La renonciation peut être rapprochée de la cession.

**42. – La cession du droit de vote.** Un associé peut-il céder son droit de vote, tout en continuant de bénéficier de ses droits pécuniaires ? Là encore, avant 1932, la doctrine était divisée. La thèse en faveur de la cession<sup>263</sup> est cependant restée minoritaire<sup>264</sup>. Après l'arrêt de 1932 refusant une suppression temporaire du droit de vote, il semblait difficilement admissible qu'un actionnaire puisse scinder son titre afin de céder son droit de vote et conserver ses droits pécuniaires. La Cour de cassation semble toutefois ne s'être jamais prononcée sur un tel cas<sup>265</sup>. Mais celle-ci ayant refusé d'admettre la validité d'un mandat irrévocable<sup>266</sup>, on peut en déduire, *a fortiori*, qu'une cession du droit de vote n'est pas valable. Les effets des deux mécanismes sont proches. Dans le mandat, le propriétaire de l'action conserve néanmoins un certain nombre de droits, ce qui n'est pas le cas en matière de cession. Tel était d'ailleurs le raisonnement développé par certains pour nier la validité de la cession mais justifier celle du mandat irrévocable<sup>267</sup>. Si la Cour de cassation n'a pas tranché la question, la cour d'appel de Paris s'est prononcée sur une

---

<sup>260</sup> V. P. CORDONNIER, note sous Cass. civ. 7 avr. 1932, *prec. Contra* A. WAHL, *prec.* ; P. CHESNELONG, *prec.*, p. 76.

<sup>261</sup> Pour la nullité d'une renonciation : Paris, 22 févr. 1933, *DH* 1933, p. 258. Admettant la validité d'une renonciation : Paris, 11 novembre 1908, *Journ. sociétés* 1913, p. 56, note CH. HOUPIN (il s'agissait cependant d'une situation spécifique puisque la renonciation avait été consentie par le promettant dans une promesse unilatérale de vente de ses titres).

<sup>262</sup> F. LETELLIER, *prec.*, p. 100.

<sup>263</sup> R. MICHEL, « De la cession du droit de vote », *Rec. sociétés* mars 1926, p. 80 ; A. PERCEROU, « Des syndicats de producteurs », *Annales de dr. com.* 1897, p. 271, spéc. p. 295 (L'auteur paraît toutefois être revenu sur sa position : *DP* 1912, 1, p. 33, note sous Cass. req. 3 mai 1911).

<sup>264</sup> V. s'opposant à cette thèse : P. CORDONNIER, « L'actionnaire peut-il céder son droit de vote ? », *Journ. sociétés*, 1927, p. 1 ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial des sociétés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1929, n° 558<sup>9</sup> et 847 bis ; A. WAHL, note sous Tribunal de Naples 6 août 1909, *S.* 1910, IV, p. 1, spéc. p. 3 ; F. LETELLIER, *prec.*, p. 95 ; n° 1246 ; CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, 7<sup>ème</sup> éd., 1932, n° 1140 ; H. MAZEAUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, Préf. G. Cohendy, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1929, n° 88.

<sup>265</sup> V. cependant Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 déc. 1960, *Bull. civ.* 1960, I, p. 468, qui ne retient pas l'existence d'une cession de droit de vote.

<sup>266</sup> *Infra* n° 55.

<sup>267</sup> *Ibid.*

cession de vote déguisée<sup>268</sup>. Un actionnaire avait cédé à un autre l'usufruit de ses actions. Il avait été convenu que l'usufruitier exercerait seul le droit de vote. Il renonçait en revanche aux dividendes et aux droits financiers en faveur du nu-propriétaire. La Cour relève : « *une telle cession, qui aboutit à dissocier des droits pécuniaires le droit à l'administration de la société, est nulle d'ordre public, le droit de vote aux assemblées générales constituant l'un des attributs essentiels de la part d'une société à responsabilité limitée, comme de l'action d'une société anonyme* ». Elle ajoute : « *en décider autrement aboutirait à abandonner éventuellement l'administration d'une société entre les mains d'un non-associé complètement dégagé de toute responsabilité pécuniaire vis-à-vis des autres associés et des tiers* ». La solution est donc claire : toute dissociation conventionnelle du droit de vote et des droits pécuniaires qui aboutirait à une cession est nulle, peu importe la forme qui lui a été donnée. Cet arrêt est d'autant plus significatif qu'il est l'un des seuls à concerner une société à responsabilité limitée et non une société anonyme. La solution est applicable également dans les autres formes de sociétés<sup>269</sup>. Aujourd'hui, si une partie de la doctrine est favorable à la cession de droit de vote<sup>270</sup>, la solution consacrée avant la réforme du 24 juillet 1966 n'a pas été remise en cause. Au contraire, l'article 1844 du Code civil, et l'interprétation qui en a été faite par les arrêts du 9 février 1999 et du 23 octobre 2007, la confirment. L'article L. 242-9 du Code de commerce peut être également invoqué contre une cession à titre onéreux. Il interdit en effet de se voir conférer un avantage en vue d'exercer le vote dans un certain sens ou de s'abstenir, et ce en vue d'éviter le trafic de droit de vote de même que le comportement inverse qui consiste à accorder un tel avantage. À *fortiori*, la cession à titre onéreux du droit de vote est interdite. La solution peut encore être déduite, dans les sociétés par actions, de l'article L. 228-5 du Code de commerce posant le principe de l'indivisibilité des actions. Notons enfin que, même si le législateur a admis un temps<sup>271</sup> la dissociation des prérogatives pécuniaires et politiques des actions par la création des certificats de droit de vote et d'investissement, la cession du droit de vote par ce biais demeure impossible. En effet, un certificat de droit de vote ne peut être cédé qu'au titulaire d'un certificat d'investissement ou accompagné d'un tel certificat<sup>272</sup>.

---

<sup>268</sup> Paris 17 nov. 1965, *JCP* 1966, II, 14553, obs. J.R. ; *RTD com.* 1966, p. 611, obs. R. RODIERE ; *D.* 1966, p. 10

<sup>269</sup> *Supra* n° 21.

<sup>270</sup> J.-J. DAIGRE, « Le droit de vote est-il encore un attribut essentiel de l'associé ? », *préc.* ; CL. BAJ, « La cessibilité du droit de vote », *Cab. dr. entr.* 1996, suppl. n° 4, Colloque des éditions Juris-Classeur du 13 mai 1996 « Actionnaires et dirigeants - Où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées », p. 1 ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 443 et s. ; D. SCHMIDT, Rapport de synthèse, *Cab. dr. entr.* 1996, suppl. n°4, colloque préc., p. 25 et « Finalité du pouvoir dans les sociétés cotées », *Les Échos*, 31 janv. 1996 ; D. SCHMIDT, « *Empty voting* et cession du droit de vote », *Bull. Joly* 2012, p. 42 ; Adde : M. GERMAIN, « Le transfert du droit de vote », *Rev. jur. com.* nov. 1990, numéro spécial, *La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions*, n° 11, p. 135 ; G. DAMY, « La remise en cause de la notion classique d'associé : vers une atteinte aux fondements du droit des sociétés », *Les Petites aff.* 26 juillet 2007, n° 149, p. 3, spéc. n° 25 et s.

<sup>271</sup> L'ordonnance du 24 juin 2004 rend impossible la création de nouveaux titres. Art. L. 228-29-8 C. com.

<sup>272</sup> Art. L. 228-30 C. com.

**43. – La suspension du droit de vote.** Reste alors à examiner la validité d'une restriction temporaire du droit de vote. Les statuts peuvent-ils prévoir la suspension du droit de vote d'un associé, dans certaines circonstances et de manière temporaire ? C'est la situation que semblait envisager l'arrêt du 7 avril 1932, puisque la Cour avait à connaître de la suspension du droit de vote de cessionnaires d'actions dans l'attente de leur agrément. La Cour de cassation y répondait alors par la négative. Pourtant, après cet arrêt, certains auteurs admettaient encore que les statuts puissent suspendre le droit de vote d'un actionnaire<sup>273</sup>. À leurs yeux, la solution ne concernait qu'une suppression permanente et non une simple suspension. Aujourd'hui, l'article 1844, tel qu'interprété par la jurisprudence, condamne clairement un tel aménagement. Quelques cas particuliers méritent toutefois d'être abordés plus en détail.

Une première hypothèse suscitant une interrogation est celle des clauses de stage, clauses qui portent non directement sur le droit de vote mais sur l'accès aux assemblées générales des sociétés par actions. Une clause des statuts peut-elle refuser l'accès aux assemblées à de nouveaux associés tant qu'un certain délai ne s'est pas écoulé ? Dans un arrêt du 9 février 1937<sup>274</sup>, la Cour de cassation a semblé se prononcer pour la validité d'une telle clause. Le pourvoi ne portant pas sur ce point précis, une incertitude subsistait cependant<sup>275</sup>. Le décret-loi du 31 août 1937<sup>276</sup> semble cependant condamner de telles clauses. Aujourd'hui, au vu des arrêts du 9 février 1999 et du 23 octobre 2007<sup>277</sup>, il fait peu de doutes qu'une telle clause doit être condamnée<sup>278</sup> quel que soit le type de sociétés : les statuts peuvent priver un associé de son droit de vote uniquement dans les cas prévus par la loi. Or une clause de stage, restreignant l'accès aux assemblées, emporte privation du droit de vote. L'accès aux assemblées a d'ailleurs, comme le droit de vote, un caractère essentiel<sup>279</sup>.

Concernant la suppression du droit de vote en cas de conflit d'intérêts, sa légitimité a souvent été défendue<sup>280</sup>. L'arrêt de 1932 puis le décret-loi de 1937 ont néanmoins fait douter de la validité de telles clauses. La loi du 24 juillet 1966<sup>281</sup> a finalement donné une valeur légale à ce qui était souvent prévu statutairement, en instaurant divers cas de suspension du droit de vote lorsque l'associé est intéressé à la décision, dans les sociétés anonymes et les sociétés à

---

<sup>273</sup> J. HAMEL et G. LAGARDE, *Traité de droit commercial*, t. 1, Dalloz, 1954, n° 533 ; A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote », *art. préc.*

<sup>274</sup> Cass. civ. 9 févr. 1937, *D.* 1937, I, p. 73, note A. BESSON ; *S.* 1937, I, p. 129, note H. ROUSSEAU.

<sup>275</sup> H. ROUSSEAU, *note préc.* ; A. BESSON, *note préc.*

<sup>276</sup> A. BESSON, *note préc.*

<sup>277</sup> Cass. com. 9 févr. 1999, *préc.* ; Cass. com. 23 oct. 2007, *préc.*

<sup>278</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1607.

<sup>279</sup> V. notamment Req. 23 juin 1941, *préc.* ; Cass. com. 9 févr. 1999, *préc.* ; Cass. com. 23 oct. 2007, *préc.*

<sup>280</sup> C. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *préc.*, n° 1179.

<sup>281</sup> Certains cas étaient cependant déjà prévus par les textes, en matière d'apport en nature et d'avantages particuliers (F. LETELLIER, *préc.*, p. 141 et s.).

responsabilité limitée<sup>282</sup>, puis dans les sociétés par actions simplifiées. La question qui subsistait était celle de savoir si les statuts pouvaient se montrer plus rigoureux que la loi<sup>283</sup>. La Cour y a apporté une réponse claire dans l'arrêt *Château d'Yquem* du 9 février 1999<sup>284</sup> : les statuts ne peuvent instaurer une privation du droit de vote non prévue par la loi.

Il demeure à examiner la suspension à titre de sanction. Une clause statutaire peut-elle prévoir l'exclusion d'un associé des délibérations comme sanction d'un manquement à ses obligations ? Une partie de la doctrine l'admettait au début du XX<sup>ème</sup> siècle<sup>285</sup>. On parlait alors d'exception d'inexécution, plutôt que de sanction<sup>286</sup>. La Cour de cassation avait également tranché pour la validité d'une telle clause<sup>287</sup>. La loi du 24 juillet 1966 a, là encore, donné une valeur légale à ce qui était autrefois prévu statutairement<sup>288</sup> en consacrant plusieurs cas de suppression du droit de vote à titre de sanction. Désormais, seule la loi peut prévoir une telle privation.

**44. – Autres cas de suspension.** En matière de suspension, deux cas peuvent encore être envisagés : d'une part, les clauses selon lesquelles l'accès aux assemblées est subordonné à la propriété d'un certain nombre d'actions, d'autre part, les clauses plafonnant le nombre de voix par associé. Bien que paraissant relever d'une même problématique, elles sont de nature différente. Les premières aboutissent en effet à priver un associé de tout droit de vote. Ce n'est pas le cas des secondes qui ne remettent en cause que le principe de proportionnalité entre droit de vote et capital. Cela explique une différence de traitement.

---

<sup>282</sup> Voir en matière de société anonyme : ; P. LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, Préf. Ph. Merle, LGDJ, 2002, n° 63 et s. ; D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 84 et s.

<sup>283</sup> Rapp. D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 86 : « Les textes prohibant l'exercice du droit de vote doivent porter leurs pleins effets, et non des effets réduits par une application stricte ou restrictive ».

<sup>284</sup> Cass. com. 9 févr. 1999, *JCP éd. G* 1999, II, 10168, note G. BLANC ; *Bull. Joly* 1999, p. 566, note J.-J. DAIGRE ; *RJ com.* 1999, p. 269, note J.-PH. DOM ; *JCP éd. E*, 1999, p. 724, note Y. GUYON ; *D.* 2000. Somm. 231, obs. J.-C. HALLOUIN ; *Deffrénois* 1999, 36991, n° 5, p. 625, obs. H. HOVASSE ; *Rev. sociétés* 1999, p. 81, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 1999, p. 902, obs. Y. REINHARD ; *D. aff.*, 1999, p. 563, obs. M. B.

<sup>285</sup> P. CHESNELONG, *préc.*, p. 74 ; P. CORDONNIER, note sous Cass. civ. 7 avr. 1932, *prec* ; J. HAMEL et G. LAGARDE, *préc.*, n° 533 ; C. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *préc.*, n° 1132, 1271 ; P. PIC, *Des sociétés commerciales*, 2<sup>ème</sup> éd, 1925, t. 3, n° 1268 ; E. COPPER ROYER et fils, *Traité des sociétés anonymes*, t. 2, Sirey, 1939, n° 376 ; A. WAHL, « Des restrictions statutaires apportées à la désignation des administrateurs ou des commissaires de surveillance et au droit de voter dans les assemblées de sociétés anonymes », *J. sociétés* 1913, p. 337.

<sup>286</sup> A. WAHL, *art. préc.*

<sup>287</sup> Cass. civ. 26 oct. 1943, *D. C.* 1944, p. 93, note A. CHERON ; *Journ. sociétés* 1945, p. 45, note H. BOSVIEUX. *Contra* cependant : Alger, 26 juin 1946, *S.* 1948, 2, p. 65, note G.-R. DELAUME ; Cass. com. 14 mars 1951, *S.* 1951, 1, p. 185.

<sup>288</sup> Des cas de suppressions légales existaient cependant : le décret du 30 oct. 1948 avait prévu une suppression à titre de sanction du droit de vote des actionnaires ne présentant pas leurs titres au regroupement (prévu afin de permettre l'augmentation de la valeur nominale des actions).

Le premier type de clauses a longtemps été courant dans les sociétés par actions et justifié par le désir d'écartier des actionnaires à *l'affectio societatis* limité qui auraient risqué de troubler le bon fonctionnement de la société<sup>289</sup>. Elles n'étaient admises que dans les assemblées ordinaires. La portée de telles clauses a cependant été très tôt limitée. La loi du 1<sup>er</sup> août 1893<sup>290</sup>, d'abord, est venue permettre aux actionnaires propriétaires d'un nombre d'actions insuffisant de se grouper et de se faire représenter par l'un d'eux<sup>291</sup>. Une seconde limitation a été apportée par le décret-loi du 30 octobre 1935<sup>292</sup> qui plafonne le nombre de voix nécessaires pour accéder à l'assemblée<sup>293</sup>. Cette règle a été reprise et simplifiée par la loi du 24 juillet 1966, le maximum d'actions exigibles étant fixé à dix. La loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques a finalement mis un terme à cette pratique en supprimant l'article L. 225-112 du Code de commerce qui l'autorisait en l'encadrant jusqu'alors.

Les clauses plafonnant le nombre de voix des actionnaires, qui répondent également à des besoins propres aux sociétés anonymes, sont d'une gravité moindre, puisqu'elles n'aboutissent pas à priver les actionnaires de leur droit de vote mais seulement à diminuer leur poids dans l'assemblée en proposant une formule intermédiaire entre vote par tête et stricte proportionnalité. Ceci explique l'indulgence que ces clauses ont trouvée auprès du législateur. Il faut ajouter qu'elles visent à favoriser l'expression des petits actionnaires en limitant le pouvoir des plus gros, objectif qui rejoint les préoccupations actuelles des autorités françaises et européennes<sup>294</sup>. La loi du 24 juillet 1966 a ainsi admis leur validité<sup>295</sup>. La seule condition imposée tient à l'égalité des actions : la limitation doit s'appliquer à toutes les actions, quelle que soit leur catégorie. Il faut mentionner que ces clauses sont suspendues en période d'offre publique : si l'objectif avoué est de favoriser le vote des petits actionnaires, elle sont, en effet, généralement utilisées en guise de défense anti-

---

<sup>289</sup> J. HAMEL et G. LAGARDE, *préc.*, n° 816 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1203 ; F. PELTIER, « La limitation du droit d'accès aux assemblées d'actionnaires », *Bull. Joly* 1993, n° 11, p. 1107 ; C. BERR, *L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales : gérance et administration des sociétés commerciales*, Sirey, 1961, n° 385 et 386.

<sup>290</sup> Art. 27 de la loi du 24 juil. 1867. V. P. MUTIGNON, *La représentation de l'actionnaire*, th. Paris, 1962, p. 48 et s.

<sup>291</sup> Il semble pouvoir être déduit de cette disposition que ces clauses ne suspendent pas le droit de vote de l'actionnaire mais le privent du droit d'accès à l'assemblée. Il en résulte que les actionnaires peuvent non seulement se grouper, mais également se faire représenter par un actionnaire disposant d'un nombre de voix suffisant. En ce sens : F. PELTIER, *préc.* ; G. RIPERT, *Aspects juridique du capitalisme moderne*, LGDJ, 1951, n° 43.

<sup>292</sup> Article 1 de la loi du 13 nov. 1933.

<sup>293</sup> Le nombre d'actions exigé ne peut être supérieur à vingt, sauf si ce nombre représente une fraction du capital social inférieure au vingt-millième. Dans ce cas, le nombre d'actions exigé ne pourra être supérieur au vingt-millième du capital social.

<sup>294</sup> Directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, considérant 3.

<sup>295</sup> Art. L. 225-125 C. com.



OPA<sup>296</sup>. Cette limitation n'est cependant pas en rapport avec le caractère essentiel du droit de vote.

**45. – Conclusion.** Du caractère essentiel du droit de vote découle ainsi l'interdiction de toute suppression, qu'elle soit permanente ou temporaire, consentie ou imposée, sauf dans les cas expressément prévus par la loi. Les aménagements relatifs à l'exercice du droit de vote sont quant à eux traités avec plus d'indulgence.

## 2. L'encadrement des aménagements relatifs à l'exercice du droit de vote

**46. –** Le caractère essentiel du droit de vote se manifeste encore dans le traitement des aménagements relatifs à l'exercice du droit de vote. Aux termes de l'arrêt du 7 avril 1932, l'exercice du droit de vote peut être réglementé dans une certaine mesure<sup>297</sup>. Le principe est donc la validité des aménagements statutaires ou conventionnels de l'exercice du vote. Car ceux-ci ne remettent théoriquement pas en cause le lien qui existe entre qualité d'associé et droit de vote. Pourtant, certains aménagements peuvent avoir le même effet que des clauses touchant à sa jouissance. Une limite existe donc et, à l'analyse du droit positif, il nous est permis d'affirmer qu'elle réside dans la préservation de la liberté de vote de l'associé.

Deux types de pratiques relatives à l'exercice du droit de vote doivent être distinguées. Certains aménagements n'en sont que des modalités d'exercice<sup>298</sup>. Il s'agit du vote par procuration, du vote par correspondance ou encore du vote par des moyens de télécommunication. Ils ne soulèvent pas de difficulté, en principe, puisqu'ils ne remettent pas en cause les principes d'attribution. L'associé continue d'exercer son droit de vote. Le mandat soulève toutefois des difficultés car il peut dans certaines circonstances faire perdre toute liberté de choix à l'associé mandant<sup>299</sup>. D'autres pratiques influent directement sur le sens du vote. Il s'agit des conventions de vote, entendues ici strictement comme celles ayant pour objet l'exercice du droit de vote<sup>300</sup>. Elles sont plus problématiques puisqu'elles sont susceptibles d'engendrer des atteintes à la liberté de vote. Selon leur degré, elles pourraient équivaloir à une aliénation du droit de vote.

---

<sup>296</sup> Loi du 31 mars 2006, article L 225-125 al. 2 C. com.

<sup>297</sup> *Supra* n° 18.

<sup>298</sup> Sur la distinction entre mandat et conventions de vote : Y. GUYON, *Aménagements statutaires et conventions entre associés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2002, n° 290.

<sup>299</sup> On se contentera ici d'étudier les solutions traditionnelles relatives au vote par procuration. V. sur la sollicitation de mandats, *infra* n° 275.

<sup>300</sup> Sur les conventions de vote portant sur la jouissance du droit de vote, V. *supra* n° 39 et s.

Nous nous intéresserons ainsi successivement aux conventions de vote (a) et au mandat de vote (b).

## a. Les conventions de vote

47. – Le caractère essentiel du droit de vote a fondé une jurisprudence évolutive sur la validité des conventions de vote ( $\alpha$ ). Parfois, il paraît encore avoir une valeur explicative de certaines décisions portant sur les sanctions en matière de convention de vote ( $\beta$ ), encore que, nous le verrons, la démarche soit contestable.

### $\alpha$ . Validité des conventions de vote

48. – **Présentation.** La jurisprudence, au lendemain de la loi du 24 juillet 1867, avait adopté une position mesurée en admettant la validité des conventions qui n'impliquaient pas un dépouillement du droit de vote de l'actionnaire. Le décret-loi du 31 août 1937 a remis en cause ces solutions en condamnant toute clause qui aurait pour effet ou pour objet de porter atteinte au libre exercice du droit de vote dans les assemblées des sociétés commerciales<sup>301</sup>. Les tribunaux ont cependant maintenu pour l'essentiel les solutions antérieures relatives aux conventions de vote<sup>302</sup>, et ce quelle que soit la forme sociale<sup>303</sup>. Cette disposition n'a pas été reprise par le législateur de 1966. Seule une disposition pénale en matière de société anonyme a été édictée : le Code de commerce punit d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 9000 euros « *le fait de se faire accorder, garantir ou promettre des avantages pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages* »<sup>304</sup>. En dehors de cette hypothèse, il est revenu au juge de dégager les conditions de validité des conventions. En l'absence de principe clair, il semble que les nombreuses solutions jurisprudentielles puissent se résumer à deux conditions<sup>305</sup>. Le juge prend d'une part en considération le degré d'atteinte à la liberté de vote. Il examine d'autre part la non-contrariété de la convention à l'intérêt social. La convention doit également évidemment respecter les dispositions impératives du droit des sociétés et être exempte de fraude.

---

<sup>301</sup> *Supra* n° 20.

<sup>302</sup> C. BERR, *ouvr. préc.*, n° 398 et s. ; D. COHEN, « Les conventions de vote », in *Mélanges Ch. Larroumet, Economica*, 2010, p. 97 ; A. CONSTANTIN, « Réflexions sur la validité des conventions de vote », in *Mélanges J. Ghestin*, LGDJ, 2001, p. 253 ; J. FOYER, « Rapport sur les consortiums d'actionnaires en droit français », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, t. X, 1956, p. 231 ; C. FREYRIA, « Étude de la jurisprudence sur les conventions portant atteinte à la liberté de vote dans les sociétés », *RTD com.* 1951, p. 419 ; Y. GUYON, *ouvr. préc.*, n° 287 ; M. JEANTIN, « Les conventions de vote », Colloque de Deauville des 16 et 17 juin 1990, « La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions », *RJ com.* n° spec. nov. 1990, p. 124 ; J. PENNEAU, « De l'irrégularité des conventions de vote dans le droit des sociétés commerciales », *JCP CI* 1975, II, 11776 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1609 ; A. VIANDIER, « Observation sur les conventions de vote », *JCP éd. E* 1986, 15405.

<sup>303</sup> J. PENNEAU, *art. préc.*

<sup>304</sup> Art. L. 242-9 3° C. com.

<sup>305</sup> PH. MERLE et A. FAUCHON, *ouvr. préc.*, n° 314.

**49. – Le degré d’atteinte à la liberté de vote.** La première condition découle directement du caractère essentiel du droit de vote. Si la liberté de l’associé est atteinte à tel point que son engagement de voter revient à une aliénation du droit de vote, la convention doit être annulée<sup>306</sup>. Pour être valable, l’engagement doit ainsi revêtir un caractère déterminé afin que le vote demeure éclairé. À défaut, l’actionnaire s’engagerait à voter par avance sans mesurer les conséquences possibles de son engagement sur les affaires sociales et en courant le risque d’exercer à l’avenir son vote dans un sens différent de celui qu’il aurait choisi sinon. L’engagement doit ainsi être spécial, temporaire et contracté en connaissance de cause<sup>307</sup>. À l’opposé, la convention qui n’affecte pas la liberté de choix de l’actionnaire est licite. Le jugement souvent cité du tribunal de commerce de la Seine du 11 janvier 1938<sup>308</sup> l’illustre clairement. Des actionnaires avaient convenu de choisir les membres des organes de direction et d’administration à l’unanimité, avant la réunion de l’assemblée générale. Le tribunal juge une telle convention valable puisque la liberté de choix des actionnaires était préservée : chacun conservait un droit de veto<sup>309</sup>. Rares sont cependant les conventions aux effets si tranchés. Lorsque la liberté de vote n’est pas supprimée mais connaît des restrictions, l’examen de la seconde condition s’impose.

**50. – La non-contrariété à l’intérêt social.** La simple restriction de la liberté de vote aurait pu être admise au motif qu’elle est distincte d’une atteinte à la liberté de vote qui, elle, équivaut à une remise en cause de la jouissance du droit de vote. Telle n’est cependant pas la position de la jurisprudence qui, dans ces hypothèses, examine la non-contrariété de la convention à l’intérêt social<sup>310</sup>. Car le vote de l’associé aurait pu autrement évoluer, sous l’influence notamment des informations reçues et des délibérations collectives. Aussi la convention risque-t-elle d’engendrer un vote mal informé<sup>311</sup>. En réalité, la préservation de la liberté de vote relève de l’intérêt social, de sorte qu’une restriction doit être compensée par un motif lui-même conforme à cet intérêt. Ainsi, la satisfaction de l’intérêt personnel d’un associé ne permet pas de justifier une restriction : la convention qui assure à un associé son maintien dans un poste de direction est considérée

---

<sup>306</sup> D. VELARDOCCHIO-FLORES, *Les accords extra-statutaires entre associés*, préf. J. Mestre, PU Aix-Marseille, 1993.

<sup>307</sup> Pour illustration : Paris 22 fév. 1933, *DH* 1933, p. 258 : « il est inadmissible qu’un actionnaire, renonçant pour toujours dans l’avenir à son droit et aussi et surtout à son devoir d’examen dans les assemblées générales, s’engage par avance et pour toujours à voter ou à ne pas voter dans tel ou tel sens quelles que soient les conséquences possibles de son vote sur les affaires sociales » ; Paris 4 mai 1960, *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, 2<sup>ème</sup> éd., Biblio. dr. com., Sirey, 1976, p. 263, note J. NOIREL : « Cette clause, par laquelle des administrateurs prenaient par avance, irrévocablement, pour une période de temps limitée à des échéances triennales, dans l’ignorance et même au mépris de la survenance éventuelle d’éléments d’appréciation nouveaux et imprévisibles, un engagement personnel exprès de vote et, de surcroît, un engagement implicite concernant le vote d’autrui, est radicalement contraire aux règles fondamentales qui régissent les sociétés anonymes ». Sur le caractère temporaire, V. égal. D. COHEN, « Les conventions de vote », *art. préc.*

<sup>308</sup> TC Seine 11 janv. 1938, *Journ. sociétés* 1938, p. 301, note CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX.

<sup>309</sup> V. également : TC Paris 1<sup>er</sup> août 1974, *préc.*

<sup>310</sup> Sur la distinction entre non-contrariété et conformité à l’ordre social, V. P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 423.

<sup>311</sup> V. J. MESTRE et D. VELARDOCCHIO, *Lamy sociétés commerciales*, éd. Lamy, 2012, n° 799.

comme nulle<sup>312</sup>. Au contraire, un engagement de souscrire une augmentation de capital peut être reconnu licite s'il permet le renflouement de la société et donc sa survie. Tel est le raisonnement tenu par la cour d'appel de Paris dans l'arrêt *Metaleurop* du 30 juin 1995<sup>313</sup>. Alors qu'elle avait à connaître d'un engagement pris par un actionnaire de voter une augmentation de capital, la cour retient la validité de cette convention. Elle énonce d'abord qu'elle ne supprime pas le droit de vote de l'actionnaire. Elle admet ensuite qu'elle restreint sa liberté de vote. Cependant, elle n'est qu'une pièce d'un montage permettant le renflouement de la société. Elle conclut donc à sa licéité.

Cette condition souple relative à l'intérêt social a permis de fonder une jurisprudence de plus en plus réceptive<sup>314</sup>. Certains auteurs ont d'ailleurs invoqué les références légales aux conventions de vote<sup>315</sup> pour affirmer leur validité de principe<sup>316</sup>, encourageant ainsi l'évolution de la position jurisprudentielle.

## **β. Sanctions des conventions de vote**

**51. – Présentation.** Si les solutions portant sur la validité des conventions de vote paraissent aujourd'hui relativement stables, il n'en est pas de même de celles relatives aux sanctions. Et il n'est pas certain que la considération du caractère essentiel du droit de vote soit toujours étrangère à ces incertitudes. Une sanction peut survenir à deux niveaux : en cas d'exécution d'une convention illicite, et plus fréquemment, en cas d'inexécution d'une convention licite. Les deux hypothèses seront examinées, quoique la seconde soit la plus caractéristique.

**52. – Exécution d'une convention illicite.** Le vote émis en exécution d'une convention illicite peut-il être annulé ? En faveur d'une réponse positive, il a pu être affirmé que « l'absence de

---

<sup>312</sup> Cass. civ. sect. com. 14 mars 1950, *S.* 1950, I, p. 174, note D. BASTIAN ; *RTD com.* 1950, p. 426 obs. R. HOUIN (pour une convention concernant un vote en conseil d'administration cependant).

<sup>313</sup> Paris 30 juin 1995, *Société Metaleurop c/ Société Financière Delot et Cie*, *JCP éd. E* 1996, n° 10, p. 69 note J.-J. DAIGRE.

<sup>314</sup> D. COHEN, « Les conventions de vote », *art. préc.* ; J.-J. DAIGRE et M. SENTILLES-DUPONT, *Pactes d'actionnaires*, GLN Joly éd., 1995, p. 8 ; M. JEANTIN, « Les conventions de vote », Colloque de Deauville des 16 et 17 juin 1990, « La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions », *RJ. com.* n° spec. nov. 1990, p. 124 ; G. PARLEANI, « Les pactes d'actionnaires », *Rev. sociétés* 1991, p. 1, spéc. n° 51 ; A. PIETRANCOSTA, *préc.*, n° 627 et 628 ; A. VIANDIER, « Après l'article de M. Jeantin sur les conventions de vote », in *Mélanges Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 311.

<sup>315</sup> Art. L. 233-1 I, 2° C. com., L. 233-10 C. com., L. 233-16 II 3° C. com.

<sup>316</sup> D. COHEN, *préc.* ; A. COURET et T. JACOMET, « Les pièges des pactes d'actionnaires : questions récurrentes et interrogations à partir de la jurisprudence récente », *RJDA* 2008, n° 10, p. 951, § 4 ; B. MERCADAL, « Pour la validité des conventions de vote entre actionnaires », *RJDA* 1992, p. 727 ; PH. MERLE, *préc.*, n° 314 ; M. STORCK, « La réglementation des conventions de vote », *Rev. jur. com.* 1991, p. 97 ; P. MOUSSERON, *Les conventions sociétaires*, LGDJ, 2010, n° 429 ; A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 200.

*la sanction la plus dissuasive serait choquante et priverait la prohibition des conventions de vote d'une partie de son efficacité* »<sup>317</sup> : la violation d'un principe aussi essentiel que la liberté de vote devrait permettre d'obtenir l'annulation de la délibération adoptée. Il n'est pourtant pas certain qu'une telle solution s'impose aujourd'hui, les cas de nullité étant limitativement définis par la loi et faisant l'objet d'une interprétation relativement stricte<sup>318</sup>.

Trois motifs pourraient permettre l'annulation d'une délibération ainsi adoptée : la violation des lois qui régissent les contrats en général, la violation des lois qui régissent le contrat de société en particulier, la violation d'une disposition impérative du livre du Code de commerce sur les sociétés pour les sociétés commerciales (ou expresse si la délibération modifie les statuts)<sup>319</sup>.

Quant au droit des contrats, on pourrait tenter d'invoquer le défaut ou le vice du consentement de l'associé qui a voté en se conformant à la convention illicite. L'invocation d'un défaut de consentement serait vouée à l'échec : l'associé en votant a exprimé son consentement. Pour ce qui est de l'erreur, qui consisterait à ce qu'un associé se soit cru obligé de voter dans un sens, le fait qu'elle ne tombe pas sur « *la substance même* »<sup>320</sup> de la délibération est indifférent en ce qu'il s'agit d'une erreur de droit pour laquelle cette condition ne s'applique pas<sup>321</sup>. Mais la preuve du caractère déterminant de l'erreur risque de s'avérer délicate. En outre, si l'erreur était invocable, elle ne le serait que par l'associé concerné, la nullité étant relative. Or il est peu probable que l'associé qui s'est engagé et a respecté la convention conclue, désire se dédire *a posteriori*. La contestation serait plutôt du fait d'un tiers ou d'un coassocié. Les causes de nullité des contrats constituent donc un fondement peu approprié.

Quant aux dispositions impératives du Code de commerce, il n'en existe pas qui visent précisément la liberté de vote ou les conventions de vote. Dans les sociétés par actions, l'invocation de l'article L. 235-2-1 sanctionnant d'une nullité facultative la violation des dispositions relatives au droit de vote rencontrerait le même obstacle, à moins de se fonder sur les dispositions du Code civil. Parmi celle-ci, l'article 1844 pourrait justement être invoqué, si l'on accepte de fonder le principe de liberté de vote sur ce texte légal<sup>322</sup>. Mentionnons néanmoins que

---

<sup>317</sup> Y. GUYON, *Traité des contrats* (sous la dir. de J. Ghestin), *Les sociétés – Aménagements statutaires et conventions entre associés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2002, n° 291.

<sup>318</sup> V. sur cette question J. PENNEAU, *art. préc. spéc.* n° 71 et 72.

<sup>319</sup> Art. 1844-10 C. civ. et L. 235-1 C. com.

<sup>320</sup> Art. 1110 C. civ.

<sup>321</sup> Notamment, F. TERRE, PH. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Droit civil – Les obligations*, 10<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2009, n° 224.

<sup>322</sup> Rappr. Y. GUYON, *ouvr. préc.*, n° 291 : « *L'absence de la sanction la plus dissuasive serait choquante et priverait la prohibition des conventions de vote d'une partie de son efficacité. Il faut donc admettre que le vote émis en exécution d'une convention*

la Cour de cassation semble s'être engagée sur la voix d'une interprétation particulièrement stricte des dispositions relatives aux nullités<sup>323</sup>. Il n'est donc pas certain qu'un tel raisonnement serait accueilli.

Remarquons en outre que la nullité ne suffirait pas à la satisfaction du demandeur. Encore faudrait-il s'assurer que le vote ne soit par réitéré. Or il semble impossible d'obliger un associé à voter dans un sens déterminé, ou de nommer pour ce faire un mandataire *ad hoc*, car on ne peut être sûr que le sens du vote aurait été différent en l'absence de convention. La situation est toute différente d'un abus de minorité ou de majorité, où le vote est en lui-même abusif et où un vote en sens contraire s'impose. Il n'est donc pas certain que la nullité puisse être obtenue et celle-ci paraît quoi qu'il en soit une sanction inadéquate. Il n'est pas exclu toutefois que la responsabilité des signataires puisse être engagée et que des dommages-intérêts pour perte de chance pourraient être octroyés.

Relevons que la sanction de l'exécution d'une convention de vote irrégulière ayant conduit au rejet d'une délibération n'est pas promise à meilleur succès. Là encore, la nomination d'un mandataire *ad hoc*, chargé de voter l'opération pourrait paraître une solution efficace. Mais contrairement à l'hypothèse d'un abus du droit de vote, le rejet n'est pas fautif en soi et rien n'indique que l'associé aurait voté différemment en l'absence de convention. La seule voie possible serait alors l'engagement de la responsabilité des signataires.

**53. – Inexécution d'une convention licite.** Le caractère essentiel du droit de vote se manifeste plus clairement en matière d'inexécution d'une convention licite, et plus précisément lorsqu'une décision a été rejetée en violation d'une telle convention.

Envisageons en premier lieu l'hypothèse d'une décision adoptée en violation d'une convention licite. L'exécution forcée de celle-ci est-elle envisageable ? Elle supposerait l'annulation préalable de la délibération adoptée. Or les causes de nullité sont limitatives et le vote émis en contravention ne porte atteinte ni à une disposition impérative du Code civil relative aux sociétés, ni à une disposition impérative du Code de commerce relative aux sociétés commerciales. On ne pourrait non plus invoquer un défaut de consentement : l'associé, par son vote, a exprimé son consentement<sup>324</sup>. Remarquons toutefois que c'est parfois un autre fondement

---

*irrégulière constitue une violation des dispositions légales impératives qui régissent le droit de vote. La nullité de la délibération serait par conséquent encourue dans les mêmes conditions que si l'irrégularité du vote avait eu une autre cause ».*

<sup>323</sup> V. Cass. com. 30 mai 2012, n° 11-16272, à paraître au bull., D. 2012, p. 1581, note B. DONDERO ; *Dr. sociétés* août-sept. 2012, p. 22, note M. ROUSSILLE.

<sup>324</sup> V. toutefois P. MOUSSERON, *ouvr. préc.*, n° 433.

qui a été retenu par les juges pour refuser l'annulation. Le tribunal de commerce de Paris a par exemple retenu que « le droit de vote d'un associé est un droit fondamental de l'associé et qu'il est d'ordre public ; qu'un principe, incontournable, est que ce droit de vote doit être exercé librement lors de l'assemblée par l'associé qui doit conserver sa liberté jusqu'au bout ; que de ce fait, quels qu'aient pu être les engagements antérieurs qu'a pu prendre l'associé, il reste libre de modifier son vote jusqu'à la dernière seconde sauf éventuellement à engager sa responsabilité personnelle par rapport à ses engagements contractuels antérieurs et qui sont étrangers aux dispositions de la loi de 1966 applicables aux décisions des assemblées »<sup>325</sup>. Le principe de liberté de vote permettrait ainsi de refuser la possibilité d'une exécution en nature, sans que l'examen des textes relatifs aux nullités ne soit nécessaire. Cette affirmation, nous le verrons, est contestable<sup>326</sup>. Quoi qu'il en soit, l'exécution forcée est vouée à l'échec<sup>327</sup>. Une réparation pourrait toutefois être octroyée. On sait cependant que le préjudice est souvent de preuve difficile et qu'une indemnisation est rarement de nature à satisfaire la partie lésée<sup>328</sup>. La seule voie d'action efficace semblerait ainsi être la saisine du juge des référés en amont de la prise de décision, ce qui permettrait d'éviter l'adoption d'une délibération ne pouvant être ensuite remise en cause<sup>329</sup>. Notons cependant que certains juges paraissent de plus en plus enclins à assurer l'efficacité des conventions de vote et que certains remèdes, alternatifs à l'exécution forcée, peuvent s'avérer particulièrement efficaces. Ainsi, dans un arrêt du 8 novembre 2011, les juges de la cour d'appel de Paris<sup>330</sup> ont infirmé une ordonnance de référé<sup>331</sup> qui avait ordonné la convocation d'une nouvelle assemblée, la révocation des membres d'un « comité de surveillance » d'une SAS nommés en contravention d'une convention de vote et la nomination de deux représentants de l'associé lésé conformément à la convention, au motif qu'une telle mesure équivalait à l'annulation de la nomination, ce qui excédait le pouvoir du juge des référés. La cour a en revanche accepté de désigner un mandataire de justice « à qui sera remis tout document destiné aux membres du comité de surveillance (...), qui sera convoqué aux réunions de ce comité et y assistera avec mission d'en faire un compte rendu » à l'associé lésé. Cette nomination ne suffit évidemment pas à remettre cet associé dans la situation qui aurait été la sienne si la convention avait été respectée. Il perd en effet le pouvoir que la convention entendait lui réserver, d'autant qu'il était doté d'un droit de veto au sein de ce comité. La nomination du mandataire lui permet en revanche de garder la main

---

<sup>325</sup> TC Paris 12 fév. 1991, *Bull. Joly* 1991, p. 592, note M. JEANTIN.

<sup>326</sup> V. *infra*.

<sup>327</sup> En ce sens notamment, F.-X. LUCAS, « L'exécution forcée des conventions de vote », *Bull. Joly* 2011, p. 625 ; toutefois N. RONTCHEVSKY, B.-O. BECKER, M. BUCHBERGER et G. BUGE, « L'inexécution des pactes d'actionnaires », *Actes pratiques et ingén. soc.* nov.-déc. 2011, p. 4, spéc. n° 32 ; Y. REINHARD, « Exécution en nature des pactes d'actionnaires », *RDC* 2005, n° 1, p. 115.

<sup>328</sup> V. notamment F.-X. LUCAS, *art. préc.*, p. 625 ; E. BROCHIER, « L'exécution en nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien », *RDC* 2005, n° 1, p. 125 ; D. COHEN, *art. préc.*

<sup>329</sup> Sur cette question, V. F.-X. LUCAS, *art. préc.*

<sup>330</sup> Paris, Pôle 1, ch. 3, 8 nov. 2011, *Bull. Joly* 2012, p. 209, note A. COURET et B. DONDERO.

<sup>331</sup> TC Paris, ord. référé, 3 août 2011, *Bull. Joly* 2011, p. 745, note F.-X. LUCAS ; *JCP éd. E* 2011, n° 47, 1826, note FL. DEBOISSY et G. WICKER.



sur les affaires sociales en garantissant son information. Parallèlement, elle entrave la liberté d'action de ses coassociés.

L'hypothèse de la violation d'une convention de vote par refus de voter une délibération paraît plus intéressante du point de vue du caractère essentiel du droit de vote. Nul besoin ici de procéder à l'annulation d'une décision sociale au préalable de toute exécution forcée<sup>332</sup>. Malgré cela, la jurisprudence, fluctuante, paraît traditionnellement réticente quant au prononcé d'une telle sanction. Concernant une décision adoptée en violation d'une convention, le jugement du tribunal de commerce de Paris refusant de prononcer l'exécution forcée d'une convention, au motif que l'associé doit rester « *libre de modifier son vote jusqu'à la dernière seconde sauf éventuellement à engager sa responsabilité personnelle par rapport à ses engagements contractuels antérieurs* », a déjà été cité<sup>333</sup>. Quelques années plus tard, les juges de ce même tribunal refusaient encore d'admettre l'exécution forcée d'une convention de vote au motif que « *le sens [du vote] serait faussé s'il n'exprimait pas des volontés suffisamment libres* »<sup>334</sup>. L'arrêt *Metaleurop* de la cour d'appel de Paris<sup>335</sup> est quant à lui souvent cité pour avoir accepté l'exécution en nature d'une convention de vote. Il édicte en effet que « *si, aux termes de l'article 1142 du Code civil, l'obligation de faire se résout en dommages-intérêts, en cas d'inexécution de la part du débiteur, il résulte des dispositions suivantes que le créancier a néanmoins le droit de réclamer l'exécution en nature chaque fois que cette exécution est possible, ce qui est le cas en l'espèce* ». Sa portée exacte demeure toutefois ambiguë puisque les juges acceptent de réunir une assemblée chargée de se prononcer sur une augmentation de capital et de condamner sous astreinte les signataires à souscrire l'augmentation conformément aux termes de la convention dans laquelle ils s'étaient engagés. Ce faisant, les juges omettent d'ordonner aux contrevenants de voter l'augmentation de capital, risquant de faire perdre toute efficacité à la solution édictée<sup>336</sup>. Est-ce là une simple imprécision ou la résultante d'un choix destiné à préserver la liberté de vote des associés ?

Deux arguments pourraient expliquer pareilles décisions. Le principe de liberté de vote paraît directement fonder certaines d'entre elles, notamment le jugement du tribunal de commerce de Paris précité de 1991. Seul ce principe pourrait encore justifier le refus de la cour d'appel de Paris dans l'arrêt *Metaleurop*, s'il était volontaire, de condamner les contrevenants au vote de l'augmentation de capital alors qu'il admet par ailleurs le principe de l'exécution forcée. Pourtant, fait-il sens d'admettre la validité d'une telle convention au motif qu'elle préserve

---

<sup>332</sup> Le raisonnement est transposable dans le cas où l'associé n'aurait pas encore exprimé son vote, du fait d'un report de l'assemblée par le juge des référés, par exemple.

<sup>333</sup> V. *supra*. TC Paris 12 fév. 1991, *Bull. Joly* 1991, *préc.*

<sup>334</sup> TC Paris 7 mars 1995, *Gazette du Palais* 1996, *somm.* p. 56.

<sup>335</sup> Paris 30 juin 1995, *Société Metaleurop c/ Société Financière Delot et Cie*, *arrêt préc.*

<sup>336</sup> J.-J. DAIGRE, *note préc.* sous Paris 30 juin 1995, *Société Metaleurop c/ Société Financière Delot et Cie*, *JCP éd. E* 1996, n° 10, p. 69.

suffisamment la liberté de vote et qu'elle est conforme à l'intérêt social, pour ensuite en refuser l'exécution forcée au motif que l'associé doit rester « libre de modifier son vote jusqu'à la dernière seconde sauf éventuellement à engager sa responsabilité personnelle par rapport à ses engagements contractuels antérieurs » ? La solution conduirait presque à ce paradoxe que « les conventions de vote n'obligeraient que les associés qui sont d'accord pour les respecter »<sup>337</sup>. En droit des sociétés, rien ne justifie le refus de prononcer l'exécution forcée d'une convention de vote jugée valable. Un fondement mieux adapté serait donc à rechercher dans le droit des obligations, et plus précisément dans l'article 1142 du Code civil. Disposant que « toute obligation de faire ou de ne pas faire se résout en dommages et intérêts en cas d'inexécution de la part du débiteur », il paraîtrait constituer un obstacle rédhibitoire à l'admission de l'exécution forcée d'une convention de vote. D'autres dispositions incitent néanmoins à reconsidérer sa portée, et au premier chef l'article 1184 qui autorise le créancier à forcer le débiteur à l'exécution lorsqu'elle est possible<sup>338</sup>. L'article 1142 est ainsi majoritairement interprété comme interdisant seulement l'exécution forcée lorsqu'elle se heurte à une impossibilité morale, juridique ou matérielle<sup>339</sup>, de sorte que les hypothèses où l'exécution forcée est susceptible d'être rejetée sont devenues exceptionnelles<sup>340</sup>. Si l'on en revient aux conventions de vote, l'impossibilité matérielle peut être aisément écartée. Quant à l'impossibilité juridique, on en donne souvent l'exemple d'un contrat de bail qui ne pourrait plus être exécuté lorsque l'immeuble a été donné à bail à un autre locataire<sup>341</sup>. S'il existe une impossibilité de ce type lorsqu'une décision a été adoptée en violation de la convention dont l'annulation ne peut être obtenue, rien n'entrave l'exécution forcée lorsque la résolution a été rejetée. Serait-ce alors une impossibilité morale qui empêcherait d'obliger l'associé de voter dans un sens déterminé ? L'impossibilité morale s'entend d'une situation où l'exécution forcée est incompatible avec le respect de la liberté individuelle du

---

<sup>337</sup> F.-X. LUCAS, « L'exécution forcée des conventions de vote », *art. préc.*

<sup>338</sup> La Cour de cassation n'a pas hésité à se fonder sur l'article 1184 en présence d'une obligation de faire. V. par ex. Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 11 mai 2005, n° 03-21136, *Bull. civ. III*, n° 103, p. 96, *RDC* 2006, p. 323, note D. MAZEAUD. V. égal. art. 1228 C. civ. en matière de clause pénale : « Le créancier, au lieu de demander la peine stipulée contre le débiteur qui est en demeure, peut poursuivre l'exécution de l'obligation principale. » ; art. 1<sup>er</sup> loi 9 juil. 1991 n° 91-650 portant réforme des procédures civiles d'exécution : « Tout créancier peut, dans les conditions prévues par la loi, contraindre son débiteur défaillant à exécuter ses obligations à son égard. » ; art. 873 CPC relatif aux pouvoirs du Président du tribunal de commerce : « Dans les cas où l'existence de l'obligation n'est pas sérieusement contestable, il peut accorder une provision au créancier, ou ordonner l'exécution de l'obligation même s'il s'agit d'une obligation de faire. » ; art. 1425-1 CPC : « L'exécution en nature d'une obligation née d'un contrat conclu entre des personnes n'ayant pas toutes la qualité de commerçant peut être demandée au tribunal d'instance lorsque la valeur de la prestation dont l'exécution est réclamée n'excède pas le taux de compétence de cette juridiction ».

<sup>339</sup> Par ex. en ce sens, W. JEANDIDIER, « L'exécution forcée des obligations contractuelles de faire », *RTD civ.* 1976, p. 700, spéc. n° 22 et s. ; PH. MALINVAUD et D. FENOUILLET, *Droit des obligations*, 11<sup>ème</sup> éd., Litec, 2010, n° 849 ; PH. MALAURIE, L. AYNES et PH. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, 5<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 2011, n° 1131.

<sup>340</sup> V. J. MESTRE, « Observations sur l'attitude du juge face aux difficultés d'exécution du contrat », in *Le juge et l'exécution du contrat*, Colloque IDA, Aix-en-Provence, 28 mai 1993, PUAM, 1993 ; N. MOLFESSIS, « Force obligatoire et exécution : un droit à l'exécution en nature ? », *RDC* 2005, n° 1, p. 37 ; G. VINEY, « Exécution de l'obligation, faculté de remplacement et réparation en nature en droit français », in *Les sanctions de l'inexécution des obligations contractuelles – Études de droit comparé*, sous la direction de M. Fontaine et G. Viney, Bruylant, LGDJ, 2001, p. 167, spéc. n° 10 et s.

<sup>341</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 27 nov. 2008, n° 07-11282, *Bull. civ. I*, n° 269.

débiteur<sup>342</sup>. Il serait quelque peu excessif de considérer qu'obliger un associé d'émettre un vote dans un sens qui ne correspondrait plus à sa volonté serait porter atteinte à sa liberté individuelle<sup>343</sup>. D'autant qu'il ne s'agit pas nécessairement de l'obliger à voter : une décision valant vote ou, plus probablement, la nomination d'un mandataire *ad hoc* chargé de voter pour l'associé récalcitrant constituerait une solution satisfaisante. Et elle ne s'éloignerait guère de celle expressément admise par l'article 1144 du Code civil qui permet au créancier d'être autorisé à faire exécuter l'obligation aux dépens du débiteur. Là encore, une fois admis que la convention ne porte pas atteinte à la liberté de vote, il est peu cohérent d'en refuser l'exécution sur ce fondement. La Cour de cassation a d'ailleurs admis dans une décision ancienne une solution proche. Un associé s'était engagé à céder des parts d'une société civile immobilière. Il avait ensuite refusé d'agréer sa cocontractante. Les juges d'appel ont nommé un administrateur judiciaire chargé de convoquer une assemblée et « *de tenir pour favorable le vote de l'associé, quel que soit son sens,* » à l'admission de sa cocontractante. Selon les juges, il s'était engagé, en promettant de lui vendre ses parts, à agréer son entrée dans la société, de telle sorte que l'on pourrait considérer qu'il existait une convention de vote implicite. L'associé contestait cette solution, invoquant l'article 1142. La Cour de cassation a rejeté son pourvoi, estimant que « *tout créancier [peut] exiger l'exécution de l'obligation lorsque cette exécution est possible* »<sup>344</sup>. Rien ne semble s'opposer à ce qu'une telle solution soit réitérée à l'avenir, *a fortiori* s'il existe un engagement explicite de vote. Mentionnons pour finir que la possibilité d'insérer une clause d'exécution forcée dans la convention de vote est parfois présentée comme une solution permettant de pallier les incertitudes de la jurisprudence<sup>345</sup>. Au vu de celle-ci justement, une telle clause ne risquerait-elle pas d'être écartée comme faisant échec à la liberté de vote ? L'article 1142 peut-il réellement être considéré comme supplétif<sup>346</sup> ? D'autres solutions contractuelles demeurent néanmoins possibles, telle une clause pénale ou une clause de rachat forcé<sup>347</sup>.

---

<sup>342</sup> Notamment G. VINEY, *art. préc.*, spéc. n° 8.

<sup>343</sup> F.-X. LUCAS, « L'exécution forcée des conventions de vote », *art. préc.* : « *Il nous semble ainsi que c'est une conception bien romantique du droit de vote que d'en appeler à son caractère sacré pour exclure toute possibilité de contrainte de l'associé qui s'est engagé à l'exprimer dans un certain sens. Les principes de dignité et d'inviolabilité de la personne humaine avancés pour justifier une impossibilité d'exécution en nature et fonder l'adage "Nemo praecise cogi potest ad factum" qui la fonde montrent bien quelle portée limitée devrait être reconnue à la règle* ».

<sup>344</sup> Cass. 3<sup>ème</sup> civ., 19 févr. 1970, n° 68-13866, *Bull. civ. III*, n° 123, p. 90 ; *RTD civ.* 1970, p. 785, note G. DURRY.

<sup>345</sup> E. BROCHIER, *art. préc.* ; N. RONTCHEVSKY, B.-O. BECKER, M. BUCHBERGER et G. BUGE, *art. préc.*, spéc. n° 55 et s. : V. égal. Y.-M. LAITHIER, « La primauté prétendue de l'exécution en nature », *RDC* 2005, p. 161. La validité d'une telle clause a été admise par la Cour de cassation en matière de promesse unilatérale de vente : Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, n° 07-11721 ; *Dr. et patrimoine* fév. 2009, p. 120, note L. AYNES et PH. STOFFEL-MUNCK ; *RDC* 2009, p. 143, note PH. BRUN ; *RDC* 2008, p. 1239, note F. COLLART DUTILLEUL ; *JCP éd. E* 2008, I, 218, note A. CONSTANTIN ; *RTD civ.* 2008, p. 474, obs. B. FAGES ; *D.* 2008, p. 1480, note G. FOREST ; *Les Petites aff.* 13 oct. 2008, p. 13, note A. LEBOIS ; *Bull. Joly* 2008, p. 852, note R. LIBCHABER ; *JCP éd. N* 2009, n° 1, 1001, note S. PIEDELIEVRE ; *JCP éd. G* 2008, II, 10147, note G. PILLET.

<sup>346</sup> V. PH. BRUN, note préc. sous Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, contestant que la solution de l'arrêt précité puisse être étendue à d'autres hypothèses que celle d'une promesse de vente : « *Voilà qui suscite, croyons-nous, une difficulté,*

L'examen du traitement jurisprudentiel de l'inexécution des conventions de vote a le mérite de souligner la portée, parfois contestable, que l'on attribue à la liberté de vote, et de montrer que le caractère essentiel du droit de vote n'a rien perdu de sa vitalité.

## b. Le mandat de vote

**54. – Présentation.** Le vote par procuration est une simple modalité d'exercice du droit de vote, l'associé gardant la maîtrise de son droit. Le mandant conserve en principe sa liberté et ne s'engage pas à voter dans un sens déterminé comme c'est le cas dans une convention de vote. L'associé confie toutefois l'exercice de son droit à un tiers et certaines circonstances peuvent conduire à une véritable aliénation du droit de vote<sup>348</sup>. Là encore, le principe de liberté de vote sert de guide. Pour l'examen de cette question, une distinction s'impose entre mandat irrévocable et mandat révocable.

**55. – Le mandat irrévocable.** Un associé peut-il, en premier lieu, donner mandat irrévocable à un tiers d'exercer son droit de vote ? La Cour de cassation ainsi qu'une partie de la doctrine<sup>349</sup> avait admis un temps la validité d'un tel mandat. Néanmoins, le décret-loi du 31 août 1937 semblait condamner cette possibilité dans les sociétés par actions<sup>350</sup>. Certains auteurs avaient pourtant soutenu le contraire en se fondant sur les différences existant entre une cession de droit de vote et un mandat irrévocable<sup>351</sup>. Dans le mandat irrévocable, l'actionnaire ne perd pas tout droit puisque pèse sur le mandataire un devoir de rendre compte. En outre, l'irrévocabilité du mandat ne signifie pas que le mandant ne peut révoquer son mandataire<sup>352</sup>, mais seulement qu'il ne peut le faire que moyennant indemnisation. Une partie de la doctrine concluait donc à la validité du mandat irrévocable, différent par nature de la cession puisqu'il n'aboutit pas à un

---

*car malgré tout la Haute juridiction laisse à penser du même coup que l'article 1142 est lui-même de ces textes dont les parties peuvent librement déjouer les prévisions, ce que l'on ne saurait considérer sans quelque émoi (...) si l'on se range à l'idée rappelée plus haut que sa véritable raison d'être est dans la protection de la personne du débiteur... Autrement dit, pour permettre aux parties de rétablir un principe de solution auquel sa jurisprudence fait obstacle, la Troisième Chambre civile prend le risque de brouiller considérablement le message de l'article 1142, et de laisser croire à tort que la question des modalités de l'exécution est tout entière (et d'une manière générale) abandonnée à la discrétion des parties. » ; PH. STOFFEL-MUNCK, note préc. sous Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008 ; A. COURET et T. JACOMET, « Les pièges des pactes d'actionnaires : questions récurrentes et interrogations à partir de la jurisprudence récente », art. préc. V. égal. sur ce point M. LAMOUREUX, *L'aménagement des pouvoirs du juge par les contractants – Recherche sur un possible imperium des contractants*, préf. J. Mestre, PUAM, 2006, n° 377 et s.*

<sup>347</sup> Notamment F.-X. LUCAS, « L'exécution forcée des conventions de vote », art. préc. ; D. COHEN, art. préc.

<sup>348</sup> Les sollicitations de mandat seront envisagées ultérieurement. V. *infra* n° 275 et s.

<sup>349</sup> CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial des sociétés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1929, n° 558.

<sup>350</sup> V. en ce sens et sur le fondement du décret-loi du 31 août 1937 : TC Seine 11 janv. 1938, *Journ. sociétés* 1938, p. 301, note CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX.

<sup>351</sup> CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *ouvr. préc.*, n° 558 ; F. LETELLIER, *préc.*, p. 101 ; P. KAYSER, « Les syndicats de blocage de titres au porteur », *J. sociétés* 1935, p. 567, spec. n° 7 et 8 ; *Rev. critique* 1935, p. 64.

<sup>352</sup> Article 2004 du Code civil.

abandon total de son droit par l'actionnaire. On peut soutenir au contraire qu'un mandat irrévocable produit les mêmes effets qu'une cession<sup>353</sup>. Le caractère irrévocable du mandat empêche le mandant de maîtriser l'exercice de son droit<sup>354</sup>. Le devoir de rendre compte du mandataire, s'il permet un contrôle *a posteriori* par l'associé, ne lui confère cependant aucune maîtrise réelle. La possibilité de révoquer le mandataire contre indemnisation (sauf faute de sa part) n'y suffit pas non plus et demeure une mesure d'ordre correctif. On conçoit mal d'ailleurs ce qui serait indemnisable dans l'hypothèse d'un vote par procuration. L'associé ne pourra en outre que très rarement obtenir l'annulation d'une décision adoptée au vu du caractère limitatif des cas de nullité en droit des sociétés. On ne peut donc considérer qu'un tel mandat, qu'il soit permanent ou temporaire, préserve la liberté du vote. Il réalise au contraire un dépouillement du droit de vote de l'associé<sup>355</sup>. Du fait de son caractère irrévocable, le mandat glisse de la catégorie des conventions sur l'exercice du droit de vote vers celle des conventions relatives à sa jouissance. C'est dans ce sens que semble trancher la Cour de cassation dans un arrêt du 17 juin 1974<sup>356</sup>, puisqu'elle énonce que le compte rendu annuel auquel était tenu le mandataire ne permet pas de rétablir la liberté de vote dont l'actionnaire est privé par l'effet du mandat irrévocable.

Un associé ne peut donc donner mandat irrévocable à un tiers d'exercer son droit de vote en son lieu et place. La solution dégagée sous l'empire de la loi du 24 juillet 1867 s'impose également après 1966. Tant la jurisprudence sur les conventions de vote<sup>357</sup> que les textes relatifs au mandat révocable<sup>358</sup> montrent que la liberté de vote est toujours un principe que le juge s'attache à protéger. Notons qu'une exception existe dans les sociétés anonymes lorsque le mandat a été transmis par voie électronique à la société<sup>359</sup> : celui-ci est irrévocable à moins qu'une cession ne soit intervenue entre la transmission du mandat et l'assemblée générale, cela se justifiant par des considérations d'ordre pratique. Elle ne porte cependant pas atteinte à la liberté de vote puisque le mandat est limité à une seule assemblée dans ces sociétés<sup>360</sup> : il demeure donc

---

<sup>353</sup> D. RANDOUX, *préc.*

<sup>354</sup> K. ADLER, « La transmission irrévocable du pouvoir et du droit de vote attaché aux actions », *Annales de dr. com.* 1924, p. 291.

<sup>355</sup> J. FOYER, « Rapport sur les consortiums d'actionnaires en droit français », in *Travaux de l'association Capitant*, t. X, 1956, p. 231 ; A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote », *art. préc.* ; J. HEMARD, F. TERRE ET P. MABILAT, *Sociétés commerciales*, t. 2, Dalloz, 1974, n° 125. V. égal. E. GAILLARD, *La sociétés anonymes de demain – La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, Sirey, 2ème éd., 1934, p. 59. V. toutefois N. RONTCHEVSKY, B.-O. BECKER, M. BUCHBERGER et G. BUGE, *art. préc.*, spéc. n° 51.

<sup>356</sup> Cass. com. 17 juin 1974, n° 73-10541, *Bull. civ. IV* 1974, n° 194, p. 156, *RTD com.* 1975, p. 534, note R. HOUIN ; *Rev. sociétés*, 1977, p. 84, note R. RANDOUX. V. égal. TC Seine 11 janv. 1938, *S.* 1938, 2, p. 124, note H.R. ; *Journ. sociétés* 1938, p. 301, note CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX.

<sup>357</sup> *Supra* n° 48 et s.

<sup>358</sup> *Infra* n° 56 et s.

<sup>359</sup> Art. R. 225-80 C. com.

<sup>360</sup> Art. R. 225-79 al. 3 C. com.

donné en connaissance de cause, spécial et temporaire. Hors ce cas, le décret du 23 juin 2010<sup>361</sup> est venu préciser que le mandat est révocable<sup>362</sup>.

**56. – Le mandat révocable.** Un mandat révocable est-il au contraire valable ? Plus particulièrement faut-il admettre la validité du mandat révocable à durée indéterminée<sup>363</sup> ou valant pour plusieurs assemblées ? Nous examinerons d'abord la question eu égard à la liberté de vote, puis nous étudierons l'état du droit positif.

**57. – Le mandat révocable – La question de la liberté de vote.** La possibilité pour l'associé de révoquer librement son mandataire lui permet de recouvrer à tout moment le plein exercice de son droit de vote. Ce mécanisme n'entraîne donc pas une aliénation du droit de vote ni même une atteinte à la liberté de vote, en théorie du moins. C'est pourquoi une grande partie de la doctrine<sup>364</sup> s'était élevée contre la position adoptée par la jurisprudence avant l'entrée en vigueur de la loi de 1966, qui avait condamné un tel mandat, en l'absence de législation précise<sup>365</sup>.

L'observation des conséquences pratiques du mandat permanent amène cependant à une conclusion différente<sup>366</sup>. L'associé qui consent un tel mandat conserve-t-il en effet une maîtrise effective de son droit de vote et peut-il recouvrer librement le plein exercice de son droit ? Il a été soutenu que le désintéressement des actionnaires des affaires sociales conduirait en fait à une renonciation au droit de vote. En l'absence de manifestation de volonté contraire du mandant, en effet, le mandataire continue d'exercer les pouvoirs qui lui ont été confiés. Or la négligence des actionnaires conduirait le plus souvent à ce que le pouvoir confié ne soit jamais révoqué. En pratique donc, la différence entre mandat permanent révocable et mandat irrévocable est minime<sup>367</sup>. Cette argumentation vaut essentiellement pour les sociétés anonymes et en commandite par actions, mais le danger existe dans tout type de sociétés. Surtout, le mandant ne peut exercer un contrôle efficace. Le vote exercé pourrait être contraire à la volonté réelle de

---

<sup>361</sup> Décret n° 2010-684 du 23 juin 2010 *relatif aux droits des actionnaires de sociétés cotées*, transposant partiellement la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*. V. égal. A. OMAGGIO, « Début de transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP éd. E* 2010, p. 1681 ; P. LE CANNU et B. DONDERO, « Mieux vaut tard et partiellement que jamais, ou le début de la transposition de la directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *RTD com.* 2010, p. 743.

<sup>362</sup> Art. R. 225-79 al. 5.

<sup>363</sup> Souvent dénommé mandat permanent.

<sup>364</sup> P. KAYSER, « Les syndicats de blocage », *Rev. critique* 1935, p. 65 et *Journ. sociétés* 1935, p. 567 ; P. DIDIER, « Les conventions de vote », in *Mélanges Jean Foyer*, PUF, 1997, p. 341 ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 400.

<sup>365</sup> Paris 28 nov. 1924, *S.* 1924, 2, 49, note H. ROUSSEAU.

<sup>366</sup> *Contra* et au sujet des SAS : Y. LE MAUT, *La dissociation du capital et du pouvoir dans les sociétés commerciales*, Th. Paris 1, 2005, spéc. n° 509.

<sup>367</sup> A. TUNC, *préc.*, spec. n° 26 ; P. VOIRIN, « Les pouvoirs permanents souscrits par les actionnaires à l'effet de se faire représenter aux assemblées générales », *DH* 1931, chron. p. 49.

l'associé. Ce n'est qu'après l'assemblée que le mandant peut effectivement contrôler le sens dans lequel le vote a été exercé, sans pouvoir obtenir de manière sûre la nullité de la délibération contestée. Il ne peut, au mieux, qu'obtenir indemnisation en cas de faute du mandataire. Lorsque le mandat est conféré pour une assemblée donnée au contraire, la connaissance de l'ordre du jour permet à l'associé, au vu de l'importance des questions, de choisir ou non de donner mandat et d'élire tel ou tel mandataire en fonction des points abordés, et ce de manière éclairée<sup>368</sup>.

Afin de vérifier si la liberté du vote est suffisamment préservée dans le cas d'un mandat permanent ou d'un mandat couvrant plusieurs assemblées, il conviendrait en réalité d'appliquer les critères que la jurisprudence a dégagés en matière de convention de vote, puisque la problématique est similaire. On en déduit que le mandat doit être temporaire, spécial et donné en connaissance de cause<sup>369</sup>. Plus précisément en matière de mandat, le caractère spécial impliquerait qu'il soit donné afin de voter sur des questions prédéterminées, c'est-à-dire sur un ordre du jour donné. La condition de temporalité est par là même satisfaite puisque le mandat est dans ce cas nécessairement confié pour une assemblée, tout au plus deux, si l'ordre du jour de la seconde est semblable à celui de la première<sup>370</sup>. Le mandat doit par ailleurs être donné en connaissance de cause. Cette condition est déjà partiellement satisfaite, de par la connaissance de l'ordre du jour. Elle implique également que le mandat soit confié à une personne déterminée. Or un mandat permanent ou couvrant plusieurs assemblées, s'il peut remplir cette dernière condition, n'est pas donné, par définition, pour une seule assemblée sur un ordre du jour déterminé<sup>371</sup>. Un tel mandat n'est donc ni spécial, ni donné en connaissance de cause. C'est la solution que la loi et la jurisprudence semblent privilégier.

**58. – Le mandat révocable – État du droit positif.** Dans les sociétés anonymes, comme dans les sociétés en commandite par actions<sup>372</sup>, des règles claires ont été posées par le législateur. L'article L. 225-106 complété par plusieurs dispositions réglementaires régit le vote par procuration. L'article R. 225-79, spécifiquement, énonce que « *le mandat est donné pour une seule*

---

<sup>368</sup> Un autre argument a été mis en avant au début du XX<sup>ème</sup> siècle concernant les mandats en blanc dans les sociétés anonymes (P. VOIRIN, *art. préc.* ; P. MUTIGNON, *ouvr. préc.*, p. 250 ; J. MOLIERAC, « La révision de la loi sur les sociétés par actions, le rapport de Monsieur Lesaché », *Rev. sociétés* 1933, p. 65). Un mandat en blanc permanent constituerait, de fait, un pouvoir au porteur et impliquerait une véritable renonciation au droit de vote. L'actionnaire, en effet, ne saurait ni dans quel sens, ni sur quelles résolutions, ni par qui, son droit de vote sera exercé. La réglementation des pouvoirs en blanc aujourd'hui rend cet argument inopérant puisque l'actionnaire qui donne une procuration sans indication de mandataire est assuré que son vote sera exercé dans un sens favorable aux projets proposés ou agréés par le conseil d'administration et défavorable à l'adoption des autres projets (art. L 225-106 al. 10 C. com.).

<sup>369</sup> *Supra* n° 49.

<sup>370</sup> Dans le cas où le quorum n'aurait pas été réuni sur première convocation.

<sup>371</sup> J. HEMARD, F. TERRE ET P. MABILAT, *ouvr. préc.*, n° 123 et 124.

<sup>372</sup> Art. L 226-1 C. com.

*assemblée* »<sup>373</sup>. L'actionnaire connaît donc les questions qui y seront traitées. En outre, la formule de procuration doit comporter un certain nombre de précision, notamment l'ordre du jour de l'assemblée, le texte des projets de résolution, un exposé sommaire de la situation de la société accompagné d'un tableau faisant apparaître les résultats au cours des cinq derniers exercices, une formule de demande d'envoi de documents complémentaires<sup>374</sup>. L'actionnaire donne ainsi mandat pour voter sur des résolutions déterminées : le mandat est spécial et donné en connaissance de cause. La procuration peut également être donnée « pour deux assemblées, l'une ordinaire, l'autre extraordinaire, tenues le même jour ou dans un délai de quinze jours »<sup>375</sup>. L'actionnaire connaît alors par avance l'ordre du jour des deux assemblées et l'admission d'un seul document permet seulement d'en simplifier l'organisation. Il est en effet fréquent qu'assemblées générales ordinaires et extraordinaires soient convoquées le même jour ou de manière rapprochée. Cette disposition ne déroge donc pas à la règle de spécialité. En outre, « le mandat donné pour une assemblée vaut pour les assemblées successives convoquées avec le même ordre du jour ». Cette disposition confirme le caractère spécial du mandat : l'important n'est pas tant qu'il soit donné pour une seule assemblée, mais qu'il soit confié pour un ordre du jour déterminé. Il reste ainsi valable après une seconde convocation de l'assemblée lorsque le quorum n'a pas été réuni la première fois, puisque l'ordre du jour demeure alors inchangé<sup>376</sup>. Il est encore précisé que si le mandataire est déterminé, celui-ci ne peut ensuite se substituer une autre personne<sup>377</sup>. À défaut de choix du mandataire, c'est-à-dire en cas de pouvoir transmis en blanc, le vote de l'actionnaire est protégé puisque le sens du vote est prédéterminé par la loi<sup>378</sup>. Cette disposition introduite par la loi du 24 juillet 1966 permet à l'associé de donner mandat en connaissance de cause et met fin aux critiques<sup>379</sup> qui avaient été formulées à l'encontre des mandats en blanc, du fait du trafic de voix auquel ils pouvaient donner lieu<sup>380</sup>. Mentionnons pour finir que l'actionnaire ne peut donner mandat qu'à son conjoint, au partenaire avec lequel il a conclu un pacte civil de solidarité ou à un actionnaire. Cette règle était antérieurement générale ; elle ne vaut aujourd'hui que pour les sociétés non cotées et les sociétés dont les titres sont admis sur un système multilatéral de négociation organisé qui n'ont pas ouvert plus largement cette possibilité<sup>381</sup>. Cela n'est cependant pas destiné à protéger la liberté du vote

---

<sup>373</sup> Notons que la directive du 11 juillet 2007 n'impose pas le principe de spécialité du mandat. Il n'est qu'une faculté pour les États membres. Art. 10 dir. 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées : « Les États membres peuvent limiter la désignation d'un mandataire à une seule assemblée ou aux assemblées tenues durant une période déterminée ».

<sup>374</sup> Art. R. 225-81 C. com.

<sup>375</sup> Art. R. 225-79 al. 3 C. com.

<sup>376</sup> Art. L. 225-105 al. 4 C. com.

<sup>377</sup> Art. R. 225-79 al. 1 C. com.

<sup>378</sup> Art. L. 225-106 al. 7 C. com.

<sup>379</sup> F. LETELLIER, *ouvr. préc.*, p. 161 ; P. VOIRIN, *ouvr. préc.*, spéc. p. 51.

<sup>380</sup> Une autre critique faite au mandat en blanc est la suivante : la récolte des pouvoirs en blanc permet aux dirigeants de se maintenir sans effort à la tête de la société. Cette critique n'a cependant pas trait à la liberté de vote mais relève de la problématique de la *corporate governance*.

<sup>381</sup> Art. L. 225-106 C. com.



mais plutôt à prévenir l'intrusion de tiers mal intentionnés dans les assemblées. On ne s'y attardera donc pas ici<sup>382</sup>.

Une question se pose cependant : les dispositions réglementaires sont-elles d'ordre public<sup>383</sup> ? La formule de procuration pourrait-elle comporter une mention dérogeant à la règle selon laquelle le mandat est donné pour une seule assemblée ? Un mandataire peut-il se substituer une autre personne si le mandant l'y autorise ? Le caractère supplétif de ces dispositions étonnerait au vu de la minutie du législateur dans l'encadrement du vote par procuration. L'article R. 225-79 ne comporte pas d'indication expresse, mais sa formulation, par l'emploi du présent de l'indicatif, est impérative<sup>384</sup>. De la même manière, l'article R. 225-79 pose en principe que le mandat est donné pour une assemblée et prévoit expressément certaines exceptions. Il faut en déduire que ces dernières sont limitatives. C'est dans ce sens que la Cour de cassation s'est engagée. Celle-ci a en effet approuvé une cour d'appel d'avoir retenu que « *le mandat donné par un actionnaire à un autre actionnaire pour le représenter dans les assemblées générales est personnel, ce qui exclut pour le mandataire désigné de se substituer un tiers, et qu'il est spécial, ce qui impose qu'il ne soit donné que pour une assemblée et au vu de l'ordre du jour de cette assemblée sauf exception expresse* »<sup>385</sup>. Le mandat doit donc être à la fois personnel et spécial<sup>386</sup>, la convention des parties ne pouvant y déroger. Tout mandat général de gestion est par là même condamné<sup>387</sup>. Concernant le caractère spécial du mandat, la Cour a toutefois admis que le mandataire puisse valablement voter la révocation des dirigeants, même si celle-ci n'est pas mentionnée à l'ordre du jour<sup>388</sup>. Le principe de spécialité n'est cependant pas remis en cause. En effet, l'article L. 225-105 consacré à l'ordre du jour énonce que « *l'assemblée peut, en toutes circonstances, révoquer un ou plusieurs administrateurs ou membres du conseil de surveillance et procéder à leur remplacement* ». La révocation des administrateurs semble ainsi « *sous-jacente à l'ordre du jour* »<sup>389</sup>. Le mandataire peut voter la révocation des administrateurs comme il peut utiliser ses pouvoirs pour voter des modifications aux résolutions proposées. Cependant, la

---

<sup>382</sup> *Infra* n° 313.

<sup>383</sup> La question n'est pas vaine puisque le caractère impératif de certaines de ces dispositions a déjà été contesté. V. M. BOULARAN, « La représentation de l'actionnaire », *JCP éd. G* 1981, I, 3037.

<sup>384</sup> *Contra*, Y. GUYON, « Assemblées d'actionnaires », *Rép. Dalloz sociétés*, sept. 2002 mise à jour mars 2012, n° 121.

<sup>385</sup> Cass. com. 29 nov. 1994, n° 93-11375, *Bull. civ. IV* 1994, n° 359, p. 296 ; *Bull. Joly* 1995 n° 2, p. 175, note J.-F. BARBIERI ; *D.* 1995, p. 252, note Y. CHARTIER ; *Defrénois* 28 février 1995, n° 4, p. 260, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1995, p. 714, note Y. REINHARD ; *JCP éd. E* 1995, I, 447, n° 11, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.

<sup>386</sup> Voir également sur ce dernier point : Paris, 12 décembre 2006 n° 05-24397, 3e ch. A, SA Cise c/ Rado, *RJDA* 05/07, n° 508 : « *Aux termes de l'article 132 du décret du 23/3/1967, la procuration donnée pour se faire représenter à une assemblée par un actionnaire est donnée pour une seule assemblée ; il se déduit de ce texte que le mandat est spécial, ce qui impose qu'il ne soit donné que pour une assemblée, pour une date déterminée et au vu de l'ordre du jour de cette assemblée* ».

<sup>387</sup> Cass. com. 29 nov. 1994, *préc.*

<sup>388</sup> Cass. com. 1<sup>er</sup> juil. 2008, n° 06-19020, *Bull. civ. IV* 2008, n° 137 ; *Bull. Joly* 2009, n° 3, p. 244, note B. DONDERO ; *Rev. sociétés* 2008, p. 819, note J.-P. MATTOU. V. égal. au sujet d'une SARL : Cass. com. 29 juin 1993, 91-14778, *Bull. civ. IV* 1993, n° 277, p. 195 ; *Bull. Joly* 1993, n° 11, p. 1142, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1994, p. 63, note F. PASQUALINI ; *JCP éd. E* 1993, I, 288, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.

<sup>389</sup> J.-P. MATTOU, *note préc.*

liberté du vote impose qu'une disposition contraire soit possible<sup>390</sup>. Le principe de spécialité est donc intact.

Notons que ces règles subissent des aménagements en ce qui concerne les actionnaires non résidents<sup>391</sup>. En effet, ceux-ci peuvent se faire représenter par l'intermédiaire inscrit pour leur compte et celui-là peut alors « *en vertu d'un mandat général de gestion de titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un propriétaire d'actions* »<sup>392</sup>. L'intermédiaire est donc considéré comme un mandataire<sup>393</sup>, la loi dérogeant ainsi à l'article L. 225-106 qui exige que le mandataire soit le conjoint du mandant ou un autre actionnaire. Cette disposition est-elle contraire au principe de spécialité du mandat ? Il faut pour cela s'intéresser aux pouvoirs du mandataire. Il s'agit, plus précisément, de déterminer si l'intermédiaire peut exercer le droit de vote en se substituant à l'actionnaire et dans l'affirmative, si le mandat qui lui est conféré peut couvrir plusieurs assemblées. La loi, comme son décret d'application, manquent de clarté. L'article L. 228-3-2 dispose que l'intermédiaire peut « *transmettre (...) le vote ou le pouvoir* » du propriétaire. On ne peut déduire de cette expression que l'intermédiaire se contente de faire suivre les instructions de vote données par l'actionnaire<sup>394</sup>. Cela ne permettrait en rien de simplifier le vote des actionnaires non résidents, objectif pourtant poursuivi par ces dispositions introduites par la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques<sup>395</sup>. L'article R. 228-6 lève tout doute en précisant que l'intermédiaire peut « *transmettre ou émettre sous sa signature les votes des propriétaires d'actions* ». Il peut donc exercer par lui-même le droit de vote pour le compte de l'actionnaire, mais le peut-il sans limitation de temps ? En d'autres termes, détient-il un mandat permanent ? On serait tenté de répondre positivement à la lecture de l'article L. 228-3-2 qui emploie les termes de « *mandat général de gestion* ». Ce n'est cependant pas cette signification que le législateur a entendu donner à cette expression. Par l'emploi de ces termes, la loi permet à l'intermédiaire d'envoyer un bulletin de vote global, pour le compte de l'ensemble des actionnaires non résidents dont il gère les titres et non pour le compte de chaque propriétaire<sup>396</sup>. Cette disposition n'a donc aucun lien avec le

---

<sup>390</sup> Cass. com. 1<sup>er</sup> juil. 2008, *préc.* ; Cass. com. 19 déc. 1983, n° 82-12179, *Bull. civ. IV* 2008, n° 353 ; *D.* 1985, IR, p. 136, obs. J.-C. BOUSQUET ; *Rev. sociétés* 1985, p. 105, note D. SCHMIDT.

<sup>391</sup> Art. L. 225-107-1 C. com.

<sup>392</sup> Art. L. 228-3-2 al. 1 C. com.

<sup>393</sup> En ce sens : CH. ARSOUZE et P. LEDOUX, « Le vote des actionnaires non résidents », *Bull. Joly* 2004, n° 8, p. 1065. V. égal. sur la question de la qualification de l'intermédiaire : F. BARRIERE, « L'intermédiation d'actions », *Bull. Joly* 2003, p. 513 ; M. STORCK, « Les nouvelles dispositions applicables au vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées françaises », *RTD com.* 2002, p. 502.

<sup>394</sup> CH. ARSOUZE et P. LEDOUX, *préc.* ; J.-P. VALUET, « Identification et vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, p. 571.

<sup>395</sup> PH. BISSARA, « L'identification des actionnaires dans la loi NRE », Journée d'étude Dalloz du 22 octobre 2002, *Bull. ANSA* déc. 2002 - févr. 2003, n° 3177 ; CH. ARSOUZE et P. LEDOUX, *art. préc.* ; J.-P. VALUET, *préc.* ; J.-P. VALUET, « Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives à l'identification et au vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2002, p. 446 ; F. BARRIERE, *art. préc.* ; Sur la situation avant la réforme, V. Y. GUYON, « L'actionnaire étranger », in *Mélanges Van Ommeslaghe*, Bruylant, 2000, p. 497, spéc. n°8.

<sup>396</sup> J.-P. VALUET, *art. préc.*

caractère spécial ou général du mandat que l'actionnaire confie à l'intermédiaire. Ce même article précise, au contraire, que le vote ou le pouvoir est transmis « *pour une assemblée* ». L'article R. 228-6, énonçant que « *les mandats et procurations sont conservés durant un délai de trois à ans à compter de l'assemblée générale au cours de laquelle ont été exercés les droits de vote* », va dans ce sens puisqu'il ne semble pas concevoir qu'un même mandat soit utilisé à l'occasion de plusieurs assemblées. Les règles relatives au mandat exercé par l'intermédiaire inscrit ne font donc pas exception au caractère spécial que doit revêtir le mandat dans les sociétés anonymes<sup>397</sup>.

Dans les sociétés anonymes, le mandat est donc strictement encadré afin de préserver le caractère essentiel du droit de vote, et plus précisément la liberté de vote. Il doit être spécial, personnel et, de par les documents communiqués à l'actionnaire, il est donné en connaissance de cause. En est-il de même dans les autres formes de sociétés ? Les règles régissant le mandat dans les sociétés à responsabilité limitée sont proches de celles des sociétés anonymes. Le mandat doit être donné à une personne déterminée : à la différence des sociétés anonymes, les pouvoirs en blanc ne sont pas admis<sup>398</sup>. Le mandat est également conféré pour une seule assemblée<sup>399</sup> et cette disposition semble être d'ordre public<sup>400</sup>. Les exceptions sont les mêmes que dans les sociétés anonymes et celles-ci ne portent pas atteinte au principe de spécialité<sup>401</sup>. Les dispositions réglementaires ne précisent toutefois pas si le mandataire peut se substituer une autre personne. Il convient alors de combiner le droit commun du mandat avec les règles du droit des sociétés. Le droit commun du mandat impose que le mandataire ne peut se substituer un tiers que si le mandant l'y a autorisé. Le respect de cette condition ne suffit toutefois pas à assurer la validité de la substitution au regard du droit des sociétés. La liberté du vote doit, en effet, être préservée et un associé ne peut y renoncer. Il faut donc examiner si la faculté de substitution n'y porte pas atteinte et en particulier si le mandat est encore donné en connaissance de cause. Ceci dépend certainement de la rédaction des statuts et du mandat. Ainsi, si les statuts prévoient que la faculté de substitution est réservée à des personnes déterminées, le mandat devrait sans doute être considéré comme donné en connaissance de cause. Si au contraire, la faculté de substitution est générale, cette condition ne serait plus respectée.

Il en va en revanche différemment dans les autres types de sociétés, où aucune disposition n'est consacrée à la représentation des associés. Rien ne s'oppose alors à l'admission du mandat

---

<sup>397</sup> En ce sens, « Identification et vote des actionnaires non résidents - Questions relatives au vote », *Bull. ANSA* déc. 2002 - févr. 2003, n° 3196 ; CH. ARSOUZE et P. LEDOUX, *art. préc.*

<sup>398</sup> Art. L. 223-29 C. com.

<sup>399</sup> Art. R. 223-21 C. com.

<sup>400</sup> *Supra* n° 58.

<sup>401</sup> Voir également : Cass. com. 29 juin 1993, *préc.*

de vote et la liberté statutaire doit prévaloir<sup>402</sup>, sous réserve du principe de la liberté de vote. Un mandat peut-il alors être permanent ? Doit-il être donné à personne dénommée ? Le mandataire peut-il se substituer un tiers ? Peu d'arrêts ont envisagé la question. La Cour de cassation a eu l'occasion de se prononcer sur la spécialité du mandat. Les statuts d'un groupement forestier, prévoyaient qu'un associé pouvait se faire représenter en vertu d'un pouvoir spécial. Un associé donne mandat à un tiers de « régir, gérer et administrer tous [ses] biens et affaires présentes et à venir ». Une liste comportant les actes pouvant être accomplis est jointe au mandat et comprend « l'assistance et la participation à toute assemblée et réunion d'actionnaires »<sup>403</sup>. La cour d'appel juge que cette dernière mention satisfait la condition de spécialité. La Cour de cassation casse l'arrêt d'appel en énonçant que « que le caractère spécial du pouvoir d'assister à une assemblée implique qu'il soit donné pour une date déterminée ». Peut-on en déduire que la Cour de cassation pose l'exigence d'un mandat spécial ? Cela serait certainement extrapoler. Les statuts imposaient en effet un mandat spécial et la Cour de cassation ne fait qu'appliquer cette disposition, en précisant ce qu'il faut entendre par ces termes. La solution procède cependant d'une conception restrictive du mandat spécial<sup>404</sup>, telle qu'elle existe dans les SA et les SARL. Cela laisse penser que la solution aurait été similaire même si les statuts n'avaient pas exigé la spécialité du mandat<sup>405</sup>. La liberté du vote, telle qu'elle est appliquée dans les conventions de vote, doit primer. La Cour de cassation n'a pas non plus été saisie de la question de savoir si le mandat pouvait être donné en blanc et si le mandataire pouvait se substituer un tiers. Mais admettre le mandat en blanc ne serait-il pas implicitement accepter une renonciation au droit de vote ? Dans les sociétés anonymes, en effet, ce risque est neutralisé par la détermination du sens du droit du vote par la loi<sup>406</sup>. Ce n'est pas le cas dans les autres sociétés. Concernant le caractère personnel du mandat, il n'est pas certain, comme dans les SARL, que celui-ci soit nécessaire à la préservation de la liberté de vote. La liberté statutaire devrait prévaloir, sous réserve du respect la liberté de vote.

**59. – Conclusion.** L'affirmation du caractère essentiel du droit de vote par la Cour de cassation n'est donc pas une affirmation purement théorique. Ses implications d'ordre pratique sont nombreuses et se résument à deux principes : un associé ne peut être privé de son droit de vote que par la loi et la liberté du vote de chaque associé doit être assurée. Cet état des lieux du dispositif intéressant la jouissance et l'exercice du vote montre que cette affirmation n'est pas

---

<sup>402</sup> En ce sens, B. SAINTOURENS, « Sociétés civiles », *Rep. Dalloz sociétés*, mars 2012, mise à jour juin 2012, n° 113 ; *Mémento Sociétés commerciales*, Ed. Francis Lefebvre, 2008, n° 4031.

<sup>403</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 28 févr. 1995, 93-11731, *Bull. civ. I* 1995, n° 105, p. 75 ; *D.* 1995, p. 252, note Y. CHARTIER ; *Bull. Joly* 1995, n° 5, p. 424, note J.F. BARBIERI, *Dr. sociétés*, 1995, n° 112, obs. T. BONNEAU.

<sup>404</sup> J.F. BARBIERI, *note préc.*

<sup>405</sup> En ce sens, Y. CHARTIER, *art. préc.* *Contra* en matière de S.A.S., « SAS : Validité d'un mandat de représentation d'actionnaire donné pour toute assemblée en l'absence de précision statutaire », *Dossier ANSA* 2006, n° 5, n° 06-059.

<sup>406</sup> *Supra* n° 58.

restée lettre morte entre 1932 et 1999. Bien au contraire, les décisions relatives à la suppression et surtout à la liberté du vote sont innombrables. Et le caractère essentiel de ce droit est tellement marqué qu'il en vient parfois à être considéré non plus comme une conséquence de la qualité d'associé, mais comme un de ses critères. Cette opinion est toutefois excessive : le droit de vote est en réalité un élément du régime attaché à la notion d'associé.

## **II- Le droit de vote, élément du régime attaché à la notion d'associé**

**60.** – La reconnaissance du caractère essentiel du droit de vote est donc ancienne. Ce qui surprend toutefois à l'examen de la jurisprudence et de la doctrine récente est l'importance qui lui a été donnée dans la définition de l'associé, certains allant jusqu'à l'ériger en critère. L'analyse de la jurisprudence montre qu'il est des cas où les juges se réfèrent à l'existence du droit de vote et à son exercice effectif, afin de déterminer si une personne peut être considérée comme associé ou si elle est en réalité partie à un contrat d'un autre type. Le droit de vote n'est toutefois pas pour autant devenu un critère de la notion d'associé (A). Il n'en est qu'une conséquence (B). La reconnaissance du droit de vote sera seulement un des éléments d'un faisceau d'indices permettant de caractériser l'intention des parties au moment de la formation du contrat en cause.

### **A- Le droit de vote n'est pas un critère de la qualité d'associé.**

**61. – Présentation.** Il existe une tendance forte en doctrine à faire du droit de vote un élément de définition de la notion d'associé, jusqu'à parfois l'ériger en critère. La jurisprudence a également fait référence au droit de vote pour caractériser, dans certaines hypothèses, la qualité d'associé d'une partie à un contrat : il s'agit pour elle, dans ces hypothèses, de déterminer si une personne peut être considérée ou non comme associée et se voir appliquer le régime qui en découle.

**62. – Le droit de vote en doctrine.** Il est en doctrine une tendance forte à faire du droit de vote un critère de la notion d'associé. Quelques exemples permettent d'illustrer cette affirmation.

Dans la théorie classique qui s'appuie sur l'article 1832 pour définir l'associé, le droit de vote a pu être érigé en critère de la notion d'associé au travers de la définition de *l'affectio societatis*. Les critères donnés par l'article 1832 sont clairs : un apport, la vocation aux bénéfices, la contribution aux pertes. On y a cependant ajouté *l'affectio societatis* dès le XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>407</sup>. Si la Cour de cassation l'a définie comme une l'intention de collaborer sur un pied d'égalité au succès

---

<sup>407</sup> P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, *L'entreprise en société – Les groupes de sociétés*, coll. Thémis, PUF, 3<sup>ème</sup> éd., 1993, p. 34 ; J. HAMEL, « L'affectio societatis », *RTD civ.* 1925, p. 761.

d'une entreprise commune<sup>408</sup>, la notion demeure floue et le débat doctrinal nourri<sup>409</sup>. Certains auteurs proposent de fonder sa définition sur le droit de participation. Ainsi, Amiaud fait du droit de participation un de ses éléments essentiels en retenant « *qu'il n'y a pas de contrat de société sans une certaine participation de tous à la conduite des affaires sociales* ». Or « *c'est par le droit de participer [aux] assemblées ou [aux] consultations et d'y voter, que se manifeste essentiellement mais suffisamment ce minimum irréductible de participation à la gestion sans lequel il ne peut y avoir d'associé* »<sup>410</sup>. Le droit de vote devient l'un des éléments essentiels de *l'affectio societatis*, et donc l'un des éléments de définition de la société et par conséquent de la notion d'associé. Un autre auteur définit *l'affectio societatis* par le droit de participation<sup>411</sup> et explique que l'adoption de l'article 1844 du Code civil, édictant que « *les associés participent aux décisions collectives* », a permis de couper court au débat relatif à *l'affectio societatis*, en rendant cette notion inutile. Il assimile en outre le droit de participation et le droit de vote, en affirmant : « *tous participent [aux décisions collectives] par leur vote et c'est pourquoi on dit indifféremment que l'associé a le droit de participer aux décisions collectives ou, par synecdoque, qu'il a le droit de vote* ». Là encore, le droit de vote devient un élément de définition de la société et donc de la qualité d'associé<sup>412</sup>.

Cette conception se retrouve dans les théories modernes. Ainsi, Monsieur Viandier, dans sa thèse, s'attache d'abord à rechercher les critères de la nouvelle notion d'associé que la « *théorie moderne* » a façonnée<sup>413</sup>. Il conclut que, selon celle-ci, « *l'associé est essentiellement le membre d'un groupement, exerçant comme tel des prérogatives de gouvernement* »<sup>414</sup>. Se fondant sur le constat que la

---

<sup>408</sup> V. Cass. com. 3 juin 1986, n° 85-12118, *Bull. civ. IV* 1986, n° 116, p. 98 ; *Rev. sociétés* 1986, p. 585, note Y. GUYON. V. égal. Cass. com. 23 juin 2004, n° 01-10106 et 01-14275, *Bull. civ. IV*, n° 134, p. 148 et n° 135, p. 149, *RTD Com.* 2004 p. 740, note CL. CHAMPAUD et D. DANET ; *RTD civ.* 2004, p. 487, note J. HAUSER ; *Rev. sociétés* 2005 p. 131, note F.-X. LUCAS ; *Dr. et patrimoine* déc. 2004, p. 96, note D. PORACCHIA ; *Dr. sociétés* 2004, n° 10, comm. 163, obs. F.-G. TREBULLE ; *D.* 2004, p. 2969, note D. VIGNEAU.

<sup>409</sup> Pour une présentation des différentes conceptions : P. DIENER, note sous Civ. 3<sup>ème</sup> 22 juin 1976, *D.* 1977, p. 619 ; V. CUISINIER, *L'affectio societatis*, préf. A. Martin-Serf, Litec, 2008. V. égal. A. AMIAUD, « L'affectio societatis », *Mélanges A. Simonius*, Ed. Helbing & Lichtenhahn, 1955, p. 1 ; J.-M. BERMOND DE VAULX, « Le spectre de l'affectio societatis », *JCP éd. E* 1994, I, 346 ; E. COPPER ROYER et fils, *Traité des sociétés*, t. 2, Sirey, 1939, p. 627 et s. ; E. GAILLARD, *ouvr. préc.*, spéc. p. 57 ; Y. GUYON et N. REBOUL, « Affectio societatis », *J.-Cl sociétés* fasc. 20-10, oct. 2004 ; J. HAMEL, *préc.* ; P. PIC, « De l'élément intentionnel dans le contrat de société », *Annales de droit commercial* 1906, p. 153 ; J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, préf. M.Y. Loussouarn, Sirey, 1967, p. 43 et s. ; N. REBOUL, « Remarques sur une notion conceptuelle ou fonctionnelle : l'affectio societatis », *Rev. sociétés* 2000, p. 425 ; P. SERLOOTEN, « L'affectio societatis, une notion à revisiter », *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 1007 ; Y. TCHOTOURIAN, *Vers une définition de l'affectio societatis lors de la constitution d'une société*, préf. Y. Dereu, LGDJ, 2011 ; A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 75 et s.

<sup>410</sup> A. AMIAUD, *art. préc.*

<sup>411</sup> P. DIDIER, *ouvr. préc.*

<sup>412</sup> V. également M. PEISSE, note sous TGI Paris 14 mars 1973, *Gaz. Palais* 11 déc. 1973, II, p. 913 ; M. DE JUGLART et B. IPPOLITO, *Droit commercial*, t. 2, Montchrestien, 1970, n° 388.

<sup>413</sup> A. VIANDIER, *préc.*, n° 93 ; A partir des travaux de : C. BERR, *L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales : gérance et administration des sociétés commerciales*, Préf. F. Givord, Sirey, 1961 et J. PAILLUSSEAU, *La Société anonyme technique juridique d'organisation de l'entreprise*, Sirey, 1967.

<sup>414</sup> A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, p. 14.

théorie des droits propres a pour objet de dégager les droits qui sont inhérents à la qualité d'associé, il affirme que, selon cette théorie, ces droits en constituent nécessairement le critère<sup>415</sup>. Or parmi ces prérogatives, se trouvent, outre le droit de sortir librement de la société et les prérogatives pécuniaires, les prérogatives de gouvernement, qui incluent le droit de vote. Il serait ainsi érigé par la théorie moderne comme l'un des éléments de définition de la notion d'associé. L'auteur propose, quant à lui, une autre définition de la notion d'associé fondée sur l'apport, d'une part, et le droit d'intervention dans les affaires sociales, d'autre part. Le droit de vote n'est alors plus en lui-même un élément de définition de la notion d'associé. Cependant, le droit d'intervention pouvant inclure le droit de vote, ce dernier peut encore, dans certaines circonstances, être utilisé comme critère de la notion d'associé.

**63. – Le droit de vote en jurisprudence – Qualification de société.** L'importance conférée au droit de vote se révèle aussi en jurisprudence. Il arrive d'abord qu'une société soit découverte par le juge là où les parties avaient vu un autre contrat<sup>416</sup>. L'existence ou non du droit de vote est l'un des éléments utilisés à cette fin. Il est cependant rarement prévu lorsque les parties ont entendu dissimuler un contrat de société. C'est donc plus généralement à un droit d'intervention que le juge se réfère. La jurisprudence est particulièrement fournie en matière de prêt participatif, la dissimulation d'une société sous un contrat de prêt pouvant présenter un certain nombre d'avantages<sup>417</sup>. La question de la qualification véritable se pose généralement lorsqu'il s'agit de déterminer qui est tenu de contribuer aux pertes. Dans ces situations, les éléments de définition du contrat de société posés par l'article 1832 du Code civil permettent rarement de distinguer prêt et société<sup>418</sup>. Le prêteur, comme l'associé, participe aux bénéfices. La somme prêtée pourrait être considérée comme un apport en jouissance. Quant à la contribution aux pertes, il n'est pas un critère plus efficace, la question posée au juge étant en général justement celle de savoir qui est tenu de contribuer au passif<sup>419</sup>. Il ne lui reste alors plus qu'à rechercher quelle était l'intention véritable des parties. Il se réfère fréquemment pour cela au droit d'intervention que le créancier s'est réservé contractuellement ou aux interventions observables de fait. En effet, « *le débiteur conserve (...) toute sa liberté dans la conduite de ses affaires ; il n'a pas à en rendre compte. Ceux qui lui ont prêté*

---

<sup>415</sup> « Mais, considérer qu'il existe des prérogatives inséparables de la qualité d'associé revient à admettre que certains droits constituent les éléments du critère de la notion d'associé ». A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 101.

<sup>416</sup> Conformément à l'art. 12 al. 2 du CPC.

<sup>417</sup> V. G. RIPERT, « Prêt avec participation aux bénéfices et société en participation », *Annales dr. com.* 1905, p. 53, spéc. n° 7. V. égal. J. HAMEL, « L'affectio societatis », *RTD civ.* 1925, p. 761.

<sup>418</sup> V. G. RIPERT, *préc.*, spéc. n° 11 et s. ; P. PIC, « De l'élément intentionnel dans le contrat de sociétés », *Annales dr. com.* 1906, p. 153, spéc. p. 158.

<sup>419</sup> V. PH. MALAURIE, L. AYNES et P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, 6<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 2012, n° 926 : « Le critère permettant de distinguer le prêt de l'apport en société a évolué. Celui que retenait la doctrine classique tenait au risque de l'opération (...). L'analyse ne rend pas compte de certains contrats qui réalisent une association entre le prêteur et l'emprunteur et demeurent des prêts, bien qu'ils aillent plus loin que le prêt avec participation aux bénéfices, en faisant courir au prêteur le risque de perte. Le véritable critère est ailleurs : l'immixtion ; si le prétendu prêteur peut s'ingérer dans les affaires de l'« emprunteur » pour les codiriger, il y a société ; sinon il y a prêt ».

*de l'argent lui ont fait foi, ils ne se sont pas impatronisés dans sa maison. Si un créancier prétend s'introduire dans la sphère de cette administration, qui est soustraite à son contrôle, il cesse d'être créancier pour devenir associé »<sup>420</sup>.*

La Cour de cassation ne se prononce pas sur la question puisqu'elle estime qu'elle relève de l'appréciation souveraine des juges du fond mais nombreux sont les arrêts des juridictions du fond à adopter ce raisonnement<sup>421</sup>. Une illustration peut être trouvée dans un arrêt de la cour d'appel de Paris du 29 mars 2002<sup>422</sup>. Dans cette affaire, une personne qui prétendait avoir prêté une somme d'argent à un tiers en sollicitait le remboursement. De nombreux courriers attestaient cependant de relations entre les protagonistes qui n'étaient pas celles qu'entretiennent habituellement un prêteur et un emprunteur. Le premier se plaignait de ne pas avoir « *les coudées franches pour prendre les décisions* », sollicitait le licenciement d'un salarié, reprochait à « l'emprunteur » de ne pas le tenir au courant de la gestion d'un local... La cour relève que ces préoccupations ne sont pas celles « *d'un simple prêteur de deniers* ». Elles révèlent au contraire sa volonté « *de contrôler l'emploi des fonds et de l'activité en résultant* ». Elle en déduit l'existence d'une société et non d'un prêt<sup>423</sup>.

Au contraire, il peut advenir que sous l'apparence d'une société, les prétendus associés aient entendu conclure un autre contrat<sup>424</sup> : contrat de prêt, de vente, de travail, d'une donation, de métayage... L'apparence d'une société pluripersonnelle peut encore cacher une exploitation unipersonnelle sous une forme sociale qui ne l'admet pas. Dans un cas, la simulation porte sur la nature du contrat, dans l'autre, sur l'existence même du contrat – la société est alors fictive<sup>425</sup>. Dans les deux hypothèses, le juge ne peut, le plus souvent, trouver des indices de la volonté des parties que dans le fonctionnement de la société. L'exercice ou non du droit de vote, ou plus généralement l'intervention des associés dans la vie sociale, est l'un d'eux. À titre d'exemple, la société sera considérée comme fictive lorsqu'un des associés a géré la société sans que ses coassociés n'exercent un quelconque droit de contrôle. Une illustration peut en être trouvée dans un arrêt de la Cour de cassation du 30 octobre 1967. Six associés d'une société anonyme n'étaient que des prête-noms ayant permis au président-directeur-général (PDG) de monter son affaire sous forme sociétaire par leur association. La société avait été mise en faillite. La Cour se fonde sur le caractère fictif de la société pour étendre la procédure au PDG. Elle approuve la cour d'appel d'avoir constaté, parmi d'autres indices, que le PDG « *n'a jamais convoqué ni l'assemblée*

---

<sup>420</sup> E. THALLER, note sous Cass. req. 3 mars 1903, *D.* 1904, I, p. 257.

<sup>421</sup> V. Y. GUYON, actualisé par N. REBOUL, « *Affectio societatis* », *J.-Cl.* fasc. 20-10, oct. 2004, spéc. n° 23.

<sup>422</sup> Paris 29 mars 2002, Affaire Gremillet, *Dr. sociétés* 2003, n° 100, note F.-G. TREBULLE.

<sup>423</sup> V. également, retenant l'existence d'une société : Cass. Req. 3 mars 1903, *préc.* ; Cass. Req. 1<sup>er</sup> mars 1932, *Journ. sociétés* 1934, p. 64, note G. HOUPIN et H. BOSVIEUX ; Cass. Req. 28 avr. 1903, *S.* 1903, I, p. 472 ; l'existence d'un prêt : Cass. com. 26 janv. 1988, n° 85-18618, *Bull. Joly* 1988, p. 193 ; *Rev. dr. banc.* 1988, p. 130, note. M. JEANTIN et A. VIANDIER ; Paris 3<sup>ème</sup> ch. A, 21 févr. 1984, *RTD Com.* 1984, p. 106, n° 11 obs. M. CABRILLAC et B. TEYSSIE ; Paris 1<sup>ère</sup> ch., 12 févr. 1927, *Rev. sociétés* 1926, p. 157.

<sup>424</sup> V. sur ce point, R.-J. POTHIER, *Du contrat de société*, t. 2, 1781, n° 22 et s.

<sup>425</sup> Sur la distinction : P. ROUAST-BERTIER, « Société fictive et simulation », *Rev. sociétés* 1993, p. 725.



générale des associés, ni le prétendu conseil d'administration, et que les registres des délibérations de ces deux organes sociaux n'existent même pas »<sup>426</sup>. C'est donc de l'exercice du droit de vote et plus généralement du droit d'intervention dont la Cour se sert ici afin de caractériser le caractère fictif de la société et pour refuser en conséquence la qualité d'associé à ceux qui l'avaient constituée<sup>427</sup>.

**64. – Le droit de vote en jurisprudence – Qualification d'associé.** Il existe d'autres cas où la jurisprudence a pu se référer à l'absence de droit de vote pour refuser la qualité d'associé à un intervenant.

Un tel raisonnement a parfois été développé en matière d'usufruit avant l'adoption de la loi du 24 juillet 1966. La question de savoir qui, de l'usufruitier ou du nu-proprétaire avait la qualité d'associé, était alors résolue au cas par cas<sup>428</sup>. Dans un arrêt du 19 juillet 1935, la cour d'appel de Paris a ainsi refusé l'exercice de l'action sociale au nu-proprétaire car une clause statutaire attribuait l'intégralité du droit de vote à l'usufruitier<sup>429</sup>. Si la cour n'affirme pas clairement que le nu-proprétaire est dépourvu de la qualité d'associé, elle le suggère. De la même manière, un arrêt postérieur de la Cour de cassation refuse de reconnaître au nu-proprétaire le droit d'être nommé administrateur, les statuts réservant le droit de vote à l'usufruitier<sup>430</sup>. Les juges semblent ainsi se fonder sur l'absence de droit de vote pour nier la qualité d'associé du nu-proprétaire et donc l'impossibilité pour lui de jouir des droits d'associés<sup>431</sup>. Si dans les cas précédemment cités, le recours au droit de vote pour déterminer la qualité d'associé se justifiait par l'impossibilité de déterminer autrement la véritable intention des parties, il en est tout autrement dans ces deux arrêts. Les juges lient indissolublement notion d'associé et droit de vote, ce dernier devenant un critère véritable de la qualité d'associé. En matière de démembrement, une telle solution n'a cependant plus lieu d'être depuis les lois du 24 juillet 1966 et du 4 janvier 1978. La Cour de cassation a au contraire refusé de s'engager sur une telle voie, laissant sans réponse claire la question de savoir qui, de l'usufruitier ou du nu-proprétaire, a la qualité d'associé<sup>432</sup>.

---

<sup>426</sup> Cass. com. 30 oct. 1967, *Bull. civ. IV* 1967, n° 346 ; *RTD com.* 1967, p. 131, n° 10, obs. R. HOUIN.

<sup>427</sup> V. également, Cass. com. 3 nov. 1980, n° 79-11968, *Bull. civ. IV* 1980, n° 358 ; Cass. com. 21 mai 1963, *Bull. IV* 1963, n° 245, *RTD com.* 1963, p. 891, n° 6, obs. R. HOUIN ; *D.* 1974, somm. p. 106 ; Aix-en-Provence 28 mai 1974, *RTD com.* 1974, p. 526, n° 2, obs. C. CHAMPAUD.

<sup>428</sup> J. DERRUPPE, « Un associé méconnu : l'usufruitier de parts ou d'actions », *Les Petites aff.* 13 juill. 1994, n° 83, p. 15 ; *Deffrénois* 1994, n° 18, p. 1137 ; A. PIETRANCOSTA, « Usufruit et droit des sociétés », *Dr. et patrimoine* mai 2005, n° 137.

<sup>429</sup> Paris 19 juill. 1935, *J.* 1936, 2, p. 33, note H. ROUSSEAU.

<sup>430</sup> Cass. com. 6 juill. 1961, *Bull. civ. IV* 1961, n° 318 ; *Rev. sociétés* 1962, p. 35, note J. AUTESSERRE ; *RTD com.* 1962, p. 80, n° 2 obs. R. HOUIN.

<sup>431</sup> V. R. HOUIN, *note préc.*

<sup>432</sup> Certains ont cru pouvoir trouver quelques indices dans des arrêts toutefois peu concluants. V. notamment Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 29 nov. 2006, n° 05-17009, *Bull. civ. III* 2006, n° 236, p. 200 ; *Rev. sociétés* 2007, p. 319, note B.

Ce raisonnement a été utilisé pour résoudre une autre difficulté : un actionnaire d'une société anonyme, privé de son droit de vote du fait de la non-libération de ses apports alors que ceux-ci ont été exigés, est-il recevable à demander la nomination d'un expert de gestion ? L'article L. 225-231 du Code de commerce énonce que seuls les actionnaires qui individuellement ou en se groupant représentent au moins 5 % du capital social ont qualité pour demander la désignation d'un tel expert<sup>433</sup> (10 % du capital avant la loi du 15 mai 2001). Il n'envisage cependant pas le cas de la non-libération des apports. Cette question est régie par l'article L. 228-29 du Code de commerce qui prive l'associé qui n'a pas régulièrement libéré son apport de son droit de vote, de son droit d'accès aux assemblées générales, de son droit préférentiel de souscription ainsi que de son droit aux dividendes. Du fait de sa rédaction, cet article paraît énumérer limitativement les droits dont est privé l'actionnaire fautif. *A contrario*, celui-ci pourrait bénéficier des autres droits reconnus aux actionnaires, notamment celui de demander une expertise de gestion. L'article L.225-231, quant à lui, n'érige pas la libération des apports en condition de la recevabilité de la demande de désignation d'un expert de gestion<sup>434</sup>. Ce n'est pourtant pas là le raisonnement adopté par la cour d'appel de Paris dans un arrêt du 24 mai 1974<sup>435</sup>. Elle retient à l'inverse que les actionnaires qui n'avaient pas régulièrement libéré leurs apports « *se sont trouvés sans qualité pour agir, leurs droits d'actionnaires étant suspendus* ». La cour se fonde sur l'exclusion du vote et de l'assemblée générale pour en induire que l'ensemble des « *droits d'actionnaires* » était suspendu. La privation du droit de participation impliquerait ainsi la perte de la qualité d'associé et donc des droits qui y sont afférents. Si cette décision est demeurée isolée<sup>436</sup>, elle illustre une tendance latente.

**65. – Conclusion.** Ces quelques exemples soulignent la place primordiale accordée au droit de vote, tant par le juge que par la doctrine, qui ont parfois été tentés de l'ériger en critère de la notion d'associé.

## **B- Le droit de vote est une conséquence de la qualification d'associé.**

---

DONDERO ; *Défrénois* 2007, p. 676, note P. LE CANNU ; *Rev. contrats* 2007, p. 422 et *Bull. Joly* 2007, p. 923, note F.-X. LUCAS ; *JCP éd. E* août 2007, p. 2033, note Y. PACLOT ; *RTD civ.* 2007, p. 153, note T. REVET. Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 16 nov. 2011, n° 10-19538, *Bull. Joly* 2012, p. 103, note B. DONDERO. CJCE, 22 déc.2008, affaire 48/07, « Les vergers du Vieux Tauves SA », *Bull. Joly* 2009, p. 613, note F.-X. LUCAS.

<sup>433</sup> Ainsi qu'une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120, le ministère public, le comité d'entreprise et l'AMF dans les sociétés cotées.

<sup>434</sup> En ce sens, Lyon 3<sup>ème</sup> ch., 16 janv. 1998, juris data n° 043630, *JCP éd. G.* 1999, 1440. V. égal. J. HEMARD, note sous Paris 24 mai 1974, 14<sup>ème</sup> ch., *Rev. sociétés* 1975, p. 101, spéc. p. 105 : « (...) Si l'article L. 283 [nouvel article L. 228-29] énumère les droits dont ne bénéficient plus les actionnaires en retard ou les droits qui sont suspendus, c'est qu'ils peuvent continuer à exercer les autres, sinon il aurait suffi d'indiquer que tous leurs droits leur sont retirés ou sont suspendus, jusqu'à libération de leurs actions ».

<sup>435</sup> Paris 24 mai 1974, 14<sup>ème</sup> ch., *préc.* ; *Gaz. Palais* 1974, 2, 880, note A.P.S. ; *RTD com.* 1976, 572, obs. J. HOUIN

<sup>436</sup> *Contra*, Lyon 3<sup>ème</sup> ch., 16 janv. 1998, *préc.*

**66. – Présentation.** Il ne faudrait pourtant déduire de cette tendance que le droit de vote est devenu un critère de la qualité d'associé. Une analyse plus poussée de la jurisprudence précitée le montre clairement. Le raisonnement doit être inversé : c'est parce qu'il est qualifié d'associé que l'intervenant se voit conférer le droit de vote. Cette tendance conserve le mérite de témoigner de ce que le droit de vote est loin d'avoir perdu son caractère essentiel.

**67. – Analyse jurisprudentielle.** Dans les arrêts précités, deux situations doivent être clairement distinguées. Dans les derniers arrêts cités<sup>437</sup>, le droit de vote est clairement érigé en critère de la qualité d'associé : celui qui est privé de droit de vote ne saurait être qualifié d'associé tandis que celui qui en est pourvu doit se voir reconnaître cette qualité et jouir de tous les droits qui y sont attachés. Ces arrêts demeurent cependant isolés. Les solutions dégagées en matière d'usufruit ne sont plus d'actualité : les lois du 24 juillet 1966 et du 4 janvier 1978 ont réglementé l'attribution du droit de vote dans ce domaine. La Cour de cassation s'est par la suite refusée à se prononcer sur la qualité d'associé de l'usufruitier, tandis que le nu-proprétaire s'est vu reconnaître celle-ci alors même qu'il peut être privé du droit de vote<sup>438</sup>. La décision de la cour d'appel de Paris du 24 mai 1974 est, quant à elle, particulièrement contestable, puisque contraire à la lettre des textes<sup>439</sup>. Elle est en outre isolée et un arrêt en sens contraire a été rendu quelques années plus tard<sup>440</sup>.

Les solutions citées en matière de requalification d'un contrat ou de société fictive nous paraissent relever, quant à elles, d'un raisonnement différent<sup>441</sup>. La jurisprudence ne recourt au droit de vote, ou plus généralement au droit d'intervention, pour caractériser la qualité d'associé d'un contractant que de manière très exceptionnelle. C'est seulement lorsqu'un doute existe sur l'intention des parties et que la réunion des éléments caractéristiques de la notion d'associé est incertaine, que la jurisprudence adopte une telle méthode. Le droit de vote n'est qu'un élément parmi d'autres, tiré du fonctionnement de la société, permettant de déterminer l'intention

---

<sup>437</sup> V. *supra* n° 64.

<sup>438</sup> Cass. com. 4 janv. 1994, *préc.* ; Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *Bull. civ. IV* 2004, n° 70, p. 71 ; *JCP éd. E* 2004, p. 1510, n° 1 obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY et G. WICKER ; *Les Petites aff.* 7 juill. 2004, n° 135, p. 21, note J.-C. DUHAMEL et L. SCHRYVE ; *Defrénois* 2005, p. 505, note D. FIORINA ; *D.* 2004, somm., p. 2925, note J.-C. HALLOUIN ; *Defrénois* 2005, p. 896, note J. HONORAT ; *Dr. sociétés* juin 2004, n° 107, note H. HOVASSE ; *JCP éd. N.* 2004, n° 26, 1303, note H. HOVASSE ; *Les Petites aff.* 10 déc. 2004, n° 247, p. 5, note R. KADDOUCH ; *Bull. Joly* 2004, p. 836, avis M. LAFORTUNE, note J. MADON et T. JACOMET ; *Gaz. Pal.* 2004, p. 1887, avis M.A. LAFORTUNE ; *Rev. sociétés* 2004, p. 317, note LE CANNU ; *D.* 2004, p. 1167, note A. LIENHARD ; *Dr. et patrimoine* juill.-août 2004, p. 110, obs. D. PORACCHIA ; *JCP éd. E* 2004, n° 25, p. 929, et *JCP éd. N* 2004, n° 39, p. 1453, note A. RABREAU ; *RTD civ.* 2004, p. 318, obs. T. REVÊT ; *D.* 2005, p. 1424, obs. B. THULLIER ; A. VIANDIER, *RJDA* juin 2004, n° 711.

<sup>439</sup> V. *supra* n° 64. J. HEMARD, *note préc.* V. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 193.

<sup>440</sup> Paris 24 mai 1974, 14<sup>ème</sup> ch., *préc.*

<sup>441</sup> V. *supra* n° 61.

véritable des parties et d'établir l'existence ou non d'une *affectio societatis*<sup>442</sup>. Les éléments existants au moment de la formation du contrat étant insuffisants pour la déterminer avec clarté, le juge se réfère, faute de mieux, à des éléments postérieurs<sup>443</sup>. C'est alors en examinant si les associés se sont soumis aux règles régissant la société que le juge peut rendre au contrat sa véritable qualification<sup>444</sup>. Dans ce cadre, le droit de vote peut être un révélateur de l'intention des parties, et de la qualité d'associé. Ainsi, la jurisprudence n'érige pas l'exercice du droit de vote, ni même son existence, en critère de la notion d'associé, même si ces exemples témoignent de l'importance qui lui est accordée. Le droit de vote demeure une conséquence de la qualité d'associé, un élément du régime de cette notion.

**68. – Conclusion.** Il va sans dire aujourd'hui que le droit de vote joue un rôle primordial dans notre droit des sociétés, ce qui autorise sa qualification « *d'attribut essentiel* » des associés. Le lien entre qualité d'associé et droit de vote est si fort qu'il est tentant de faire de ce droit un critère de la notion d'associé. Nous ne saurions toutefois adhérer à cette idée. Le droit de vote est un élément du régime attaché à la notion d'associé.

Seuls les associés en jouissent donc, et ceux-ci ne peuvent en disposer librement. Notre droit tient ainsi la qualité d'associé pour principe de l'attribution du droit de vote. À moins que la loi n'en dispose autrement, la qualification d'associé engendre l'attribution du droit de vote. En pratique, c'est généralement à la notion de propriété des parts sociales ou des actions qu'il est recouru pour déterminer l'associé et, ainsi, le titulaire du droit de vote.

## Section 2 – La propriété, principe pratique

**69. –** Si la notion d'associé a suscité d'abondantes controverses doctrinales, il n'en reste pas moins qu'en pratique, l'associé n'est autre que le propriétaire de parts ou d'actions, dans les sociétés dotées de la personnalité morale. Lorsqu'il s'agit de déterminer le titulaire du droit de

---

<sup>442</sup> V. P. DIENER, note sous Civ. 3<sup>ème</sup> 22 juin 1976, *D.* 1977, p. 619.

<sup>443</sup> V. sur ce point, Cass. com. 12 oct. 1993, n° 91-13966, *Bull. civ. IV* 1993, n° 330, p. 237 ; *Rev. sociétés* 1994, p. 283, note F. BENAC-SCHMIDT ; *Dr. sociétés* 1994, comm. 1, note T. BONNEAU : « *Si les conditions de validité d'une société doivent s'approuver lors de sa constitution, le juge peut, pour qualifier des relations contractuelles entre les parties, se fonder sur des éléments postérieurs au début de leurs engagements* ».

<sup>444</sup> V. J.-L. BERGEL, « Différence de nature (égale) différence de régime », *RTD civ.* 1984, p. 255, spéc. n° 10 : « *Ce n'est pas le régime d'un concept qui en détermine la nature. S'il arrive que l'on raisonne ainsi, c'est qu'un régime connu peut servir d'indice de qualification d'une situation ou de contre-preuve de sa nature probable. L'esprit de la règle susceptible de s'y appliquer influe parfois sur la qualification, par une sorte d'effet réflexe. Mais ce n'est pas la démarche fondamentale, selon laquelle c'est la nature qui commande le régime* ».

vote, il suffit donc de rechercher les propriétaires de parts ou d'actions. La propriété se révèle, en effet, une notion plus fonctionnelle que celle d'associé.

L'affirmation selon laquelle les droits sociaux font l'objet d'un droit de propriété mérite d'être explicitée (I), avant de montrer que c'est à leur propriétaire que la loi attribue la qualité d'associé (II).

## I- Les droits sociaux, objets de propriété

**70. – Présentation.** Bien que la nature des droits sociaux soit sujette à discussion<sup>445</sup> et malgré les débats doctrinaux subsistants sur la nature du « droit sur les droits sociaux »<sup>446</sup>, on ne peut nier que les parts sociales et les actions sont traitées comme des objets de propriété par le droit positif<sup>447</sup>. Le législateur et le juge qualifient ce droit sur les droits sociaux de propriété. Et les praticiens n'ont pas hésité à utiliser en cette matière des techniques qui s'exercent habituellement sur des biens meubles. Nous ne nous attacherons pas ici à la discussion du bien-fondé de cette qualification, mais seulement au constat de l'application du schéma de la propriété aux droits sociaux en droit positif.

---

<sup>445</sup> V. notamment sur cette question, V. ALLEGAERT, « De la propriété des valeurs mobilières », *Bull. Joly* 2005, p. 339 ; A.-L. ARCHAMBAULT, *La nature juridique des valeurs mobilières*, th. Paris 1, 1998 ; M. CAFFIN-MOI, *Cession de droits sociaux et droit des contrats*, Préf. D. Bureau, Economica, 2009, n° 388 ; J.-P. GASTAUD, *Personnalité morale et droit subjectif*, Préf. J.-P. Sortais, LGDJ, 1977, n° 34 et s. ; C. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, Préf. J. Stoufflet, PU de Clermont-Ferrand, LGDJ, 1997 ; H. LE NABASQUE, « Les actions sont des droits de créance négociables », *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 671 ; D. R. MARTIN, « Du titre et de la négociabilité », *D.* 1993, p. 20 ; « De l'inscription en compte d'actifs scripturaux », *D.* 1998, p. 15 ; « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *D.* 2001, p. 1228 ; « La théorie de la scripturalisation », *D.* 2005, p. 1702 ; A. REYGROBELLET, *La notion de valeur mobilière*, th. Paris 2, 1995 ; F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Préf. Y. Guyon, Economica, 2002, n° 669 et s. ; A. TADROS, *La jouissance des titres sociaux d'autrui*, th. Paris 1, 2011, n° 4 et s. V. égal. P. LE CANNU, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », *Bull. Joly* 1993, p. 395.

<sup>446</sup> V. notamment M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 421 et s. V. égal. V. ALLEGAERT, *art. préc.* ; H. LE NABASQUE, *art. préc.* ; F.-G. TREBULLE, *ouvr. préc.*, n° 669 et s.

<sup>447</sup> V. en ce sens notamment M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 415 et s. ; M. DUBERTRET, *Négoiability et possession – Essais sur l'inopposabilité des vices de la propriété mobilière*, Préf. A. Ghazi, Avant-propos P. Didier, Ed. Panthéon-Assas, 2010, n° 62 et s. ; M. FABRE-MAGNAN, « Propriété, patrimoine et lien social », *RTD civ.* 1997, p. 583, spéc. n° 17 ; A. GHOZI, et M. GERMAIN, « Nature juridique de l'inscription en compte d'un actif financier sous l'empire de la loi 96-567 du 2 juillet 1996 », *Annexes au rapport sur les problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997, CNCT, p. 195 ; J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 116 et s. ; C. LASSALAS, *ouvr. préc.*, n° 354 et s. ; P. LE CANNU, « L'état d'actionnaire à l'épreuve du droit des sociétés. L'acquisition de la qualité d'actionnaire », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 519 ; V. MERCIER, *L'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*, Préf. D. Poracchia, PUAM, 2005, n° 86 et s. et n° 295 et s. ; A. REYGROBELLET, *ouvr. préc.*, spéc. n° 1090 et s. ; R. ROBLLOT, *La Dématérialisation des valeurs mobilières*, ANSA, 1984, p. 30 ; M. STORCK, « La propriété d'un portefeuille de valeurs mobilières », in *Études offertes à Pierre Catala, Le droit privé français à la fin du XXème siècle*, Litec, 2001, p. 695 ; F.-G. TREBULLE, *ouvr. préc.*, spéc. n° 669 et s. ; F. ZENATI, « Pour une rénovation de la théorie de la propriété », *RTD civ.* 1993, p. 305.

**71. – Qualification de propriété.** Que le droit sur les parts et actions est un droit de propriété est suggéré par l'article 529 du Code civil, qui qualifie les « *actions ou intérêts dans les compagnies de finance* » de biens meubles par détermination de la loi, au sein d'un livre intitulé « *des biens et des différentes modifications de la propriété* ». Mais il est vrai qu'il qualifie également ainsi des créances<sup>448</sup> dont le fait qu'elles puissent faire l'objet d'un droit de propriété est controversé. La référence à la propriété se retrouve plus clairement et abondamment dans les textes spéciaux.

Dans les sociétés par actions, l'emploi du terme propriété est pléthorique. Sans se livrer à un inventaire exhaustif, on peut citer quelques dispositions parmi les plus significatives : l'article L. 228-1 du Code de commerce qui dispose que les valeurs mobilières doivent être inscrites en compte au nom de leur « *propriétaire* »<sup>449</sup> ou encore un paragraphe du Code monétaire et financier portant sur les titres financiers et intitulé « *Du transfert de propriété* »<sup>450</sup>. La reconnaissance de la propriété des actions n'est pas nouvelle, puisque la loi du 24 juillet 1867 s'y référait déjà<sup>451</sup>. Remarquons à cet égard que les textes anciens ne faisaient aucune différence entre les titres au porteur et les titres nominatifs<sup>452</sup>. On ne saurait ainsi affirmer que l'emploi du terme « propriété » s'explique par la nature de bien, objet de propriété, qui aurait été prêtée aux titres au porteur alors qu'ils n'étaient pas dématérialisés et qui aurait subsisté alors même qu'ils ont perdu leur corporalité.

Quant aux parts sociales, la référence à la propriété est rare mais elle n'est pas inexistante. Les textes civils s'intéressent par exemple aux « copropriétaires » de parts sociales<sup>453</sup>. De même le décret du 3 juillet 1978 réglementant la tenue du registre des associés dispose que chacun des feuillets qui le compose est réservé « *à un titulaire de parts sociales à raison de sa propriété ou à plusieurs titulaires à raison de leur copropriété, de leur nue-propriété ou de leur usufruit sur ces parts* »<sup>454</sup>. La jurisprudence fait encore un usage fréquent du terme « propriété » en matière de parts sociales<sup>455</sup>.

---

<sup>448</sup> « *Sont meubles par la détermination de la loi les obligations et actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie, encore que des immeubles dépendant de ces entreprises appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l'égard de chaque associé seulement, tant que dure la société. Sont aussi meubles par la détermination de la loi les rentes perpétuelles ou viagères, soit sur l'État, soit sur des particuliers* ».

<sup>449</sup> V. encore, de manière non exhaustive : art. L. 211-5, L. 211-16, L. 211-17, L. 211-27 et s. C. mon. fin. Art. L. 228-2 et s. C. com.

<sup>450</sup> Livre 2, titre 1, section 2, sous-section 3, paragraphe 2 C. mon. fin.

<sup>451</sup> Pour un inventaire des textes anciens, V. F.-X. TREBULLE, *ouvr. préc.* n° 670 et s.

<sup>452</sup> F.-X. TREBULLE, *ouvr. préc.* V. postérieurement à la dématérialisation : Paris 9<sup>ème</sup> ch. 16 mars 1995, *Tuffier, Dr. sociétés* 1995, n° 6, p. 11, note H. HOVASSE ; *Banque et dr.* 1995, n° 40, p. 22, note F. PELTIER : « *Le titulaire du titre conserve un droit réel de propriété sur la valeur matérielle des titres faisant l'objet de l'inscription en compte (...)* ».

<sup>453</sup> Art. 1844 al. 2.

<sup>454</sup> Art. 51 décret n° 78-704 du 3 juillet 1978.

<sup>455</sup> V. par ex. Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, n° 08-19895, *Bull. civ. I* 2009, n° 256 ; Cass. com. 25 janv. 2000, n° 97-18431, *Bull. civ. IV* 2010, n° 21, p. 17 ; Cass. com. 22 oct. 1996, n° 94-12546, *Bull. civ. IV* 1996, n° 253, p. 217 ; Cass. com. 11 juin 1985, n° 84-10913, *Bull. civ. IV* 1985, n° 190, p. 159.

Surtout, il ne ferait pas sens d'opérer une distinction de nature entre part sociale et action<sup>456</sup>. C'est uniquement la négociabilité de l'action qui la distingue de la part sociale et cette différence dans le régime du transfert n'induit pas une différence de nature<sup>457</sup>.

D'une part, ce qui définit la nature des actions et des parts sociales n'est pas la facilité avec laquelle elles peuvent être cédées mais, avant tout, le fait qu'elles représentent toutes deux une part de capital et donnent accès à certains droits pécuniaires et politiques au sein d'une société. L'action a ainsi pu être définie comme « une part sociale, représentée par un titre, transmissible et négociable, dans lequel se matérialise le droit de l'associé »<sup>458</sup>. Que les actions soient plus aisément cessibles que les parts sociales ne suffit pas à induire une distinction de nature qui expliquerait que les unes et non les autres fassent l'objet d'un droit de propriété.

D'autre part, les différences dans les régimes de cession des parts sociales et des actions doivent être relativisées. La frontière entre ces deux types de droits sociaux est floue. La doctrine de la fin du XIX<sup>ème</sup> et du début du XX<sup>ème</sup> siècle s'était d'ailleurs penchée sur le critère de distinction sans parvenir à un accord<sup>459</sup>. Aujourd'hui, la distinction paraît plus formelle – elle résulte d'une qualification légale – que réelle. S'il fallait établir une frontière au sein des parts de capital, au sens large, celle-ci figurerait plus entre celles qui sont cotées et celles qui ne le sont pas, qu'entre les parts sociales et les actions<sup>460</sup>.

Si l'on considère les différents types de droit sociaux, il faut constater que certains s'inscrivent mal dans le schéma traditionnel de classification. Ainsi, les parts de sociétés civiles de placement immobilier qui peuvent être offertes au public<sup>461</sup> mais qui ne sont pas négociables<sup>462</sup>

---

<sup>456</sup> En ce sens, V. ALLEGAERT, *art. préc.* ; M. CAFFIN-MOI, *th. préc.*, n° 315 ; J.-P. GASTAUD, *ouvr. préc.*, n° 42 ; F.-X. LUCAS, « Retour sur la notion de valeur mobilière », *art. préc.* ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *ouvr. préc.*, t. 2, n° 561 ; D.R. MARTIN, « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *art. préc.* ; P. PIC, *Traité général théorique et pratique de droit commercial – Des sociétés commerciales*, t. 2, Rousseau, 1911, n° 731.

<sup>457</sup> V. en ce sens mais retenant la nature de droit de créance des droits sociaux : F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 433

<sup>458</sup> P. PIC, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 3, éd. A. Rousseau, 1924, n° 704.

<sup>459</sup> CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, LGDJ, 4<sup>ème</sup> éd., 1908, n° 512 et s. ; C. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, t. 1, Sirey, 7<sup>ème</sup> éd., 1935, n° 355 et s., E. THALLER, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, ouvr. préc.*, t. 2, n° 715 et s. ; A. WAHL, *Précis théorique et pratique de droit commercial*, Sirey, 1922, n° 483. V. égal. P. DIDIER et PH. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Economica, 2011, n° 108.

<sup>460</sup> V. sur ce point M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 318 et s. V. égal. D. R. MARTIN, « Du titre et de la négociabilité », *art. préc.* Et plus généralement sur la distinction entre sociétés cotées et non cotées : D. BUREAU, « L'altération des types sociétaires », in *Mélanges offerts à P. Didier – Études de droit privé*, Economica, 2008, p. 57, spéc. n° 17 et s. ; P.-H. CONAC, « La distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. sociétés* 2005, p. 67 ; M.-A. FRISON-ROCHE, « La distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées », in *Mélanges AEDBF-France*, Banque éditeur, sous la dir. J.-P. Mattout et H. De Vauplane, 1997, p. 189.

<sup>461</sup> Art. L. 214-51 C. mon. fin.

sont soumises à un régime de cession qui s'apparente plus à celui des actions, et des actions cotées, qu'à celui des parts sociales<sup>463</sup>. De même, les caisses de crédit agricole mutuel émettent non des actions mais des parts. Elles sont pourtant négociables, mais dans un même temps leur cession est soumise à l'agrément du conseil d'administration<sup>464</sup>. À l'inverse, au sein des actions, toutes ne sont pas soumises à un même régime en ce qui concerne la cession. Des clauses d'agrément peuvent par exemple entraver la cession d'actions non cotées. On peut rappeler encore que les actions d'apport n'étaient traditionnellement pas négociables pendant un délai de deux ans – elles étaient alors cessibles par l'accomplissement des formalités de l'article 1690<sup>465</sup> – et ne le sont devenues qu'avec la loi 5 janvier 1988<sup>466</sup>. La frontière entre actions et parts sociales, fondée sur le régime de leur cession, est donc floue. Et il serait bien délicat d'en déduire une différence de nature.

Le constat se confirme lorsque l'on analyse les éléments habituellement considérés comme des éléments de différenciation entre parts sociales et actions. Ceux-ci sont loin de constituer des caractéristiques absolues qui suffiraient à établir une frontière claire entre ces deux catégories de parts de capital. Là encore, nous ne saurions en induire une différence de nature entre parts sociales et actions. Le régime du transfert de propriété entre part sociale et action différerait sur quatre points essentiellement : l'action est transmise par un virement de compte à compte tandis que la part sociale se transmet *solo consensu*, l'inscription en compte suffit à rendre le transfert opposable à la société et aux tiers tandis que l'opposabilité du transfert de la part sociale à l'égard de la société et des tiers est subordonnée à l'accomplissement d'un formalisme d'information, le sous-acquéreur de bonne foi est protégé en cas d'anéantissement du titre de son auteur<sup>467</sup> ce qui n'est pas le cas de l'acquéreur de parts sociales, enfin la cession de parts sociales est soumise à agrément ce qui n'est pas nécessairement le cas des actions. L'examen de ces quatre éléments montre qu'ils ne suffisent pas à induire une différence de nature. L'agrément, d'abord, peut être écarté rapidement. Certaines cessions d'actions peuvent être soumises à agrément – les cessions d'actions cotées ne le peuvent pas mais remarquons que l'interdiction est récente<sup>468</sup> –, tandis que

---

<sup>462</sup> Art. L. 211-14 : « A l'exception des parts des sociétés civiles de placement immobilier mentionnées à l'article L. 214-50 et des parts des sociétés d'épargne forestière mentionnées à l'article L. 214-85, les titres financiers sont négociables ».

<sup>463</sup> Art. L. 214-59 et s. C. mon. fin. V. notamment art. L. 214-59 I : « I. Les ordres d'achat et de vente sont, à peine de nullité, inscrits sur un registre tenu au siège de la société. (...) Toute transaction donne lieu à une inscription sur le registre des associés qui est réputée constituer l'acte de cession écrit prévu par l'article 1865 du code civil. Le transfert de propriété qui en résulte est opposable, dès cet instant, à la société et aux tiers. La société de gestion garantit la bonne fin de ces transactions ».

<sup>464</sup> Art. L. 511-23 C. mon. fin.

<sup>465</sup> E. THALLER, *ouvr. préc.*, t. 2, n° 793.

<sup>466</sup> Loi n° 88-17 du 5 janv. 1988 relative aux fusions et aux scissions de sociétés commerciales et modifiant la loi n° 66-537 du 24 juill. 1966 sur les sociétés commerciales.

<sup>467</sup> L. 211-16 C. mon. fin.

<sup>468</sup> Ord. n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale. Auparavant, il n'existait pas d'interdiction légale mais la COB avait manifesté son opposition aux clauses d'agrément dans les sociétés cotées. V. COB,



certaines cessions de parts sociales ne le sont pas. Quant à la date du transfert de propriété, la transmission lors de l'inscription en compte est relativement récente : longtemps, en l'absence de texte spécial, la Cour de cassation a jugé que le transfert de propriété se réalisait *solo consensu* selon l'article 1583 du Code civil<sup>469</sup>. De même, parce que les actions, comme les parts sociales, sont incorporelles<sup>470</sup>, l'effet de l'article 2276 du Code civil semblait devoir être exclu en cas de vice dans la chaîne des transmissions<sup>471</sup>. Ce n'est encore que très récemment que cette difficulté a été clairement résolue par l'adoption de l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier<sup>472</sup>. Pour ce qui est de l'opposabilité de la cession aux tiers et à la société, la technique utilisée diffère selon que l'on est en présence d'actions ou de parts. On ne saurait toutefois en induire une différence de nature. Au contraire, dans les deux cas, parce que les droits sociaux sont incorporels, l'instauration d'un mécanisme d'opposabilité aux tiers est indispensable<sup>473</sup>. Pour la part sociale, le législateur a utilisé des techniques existantes : publication au registre du commerce et des sociétés pour les tiers, information selon des moyens inspirés de la cession de créance pour la société. Le choix d'une technique différente dans les sociétés par actions s'explique quant à elle par une volonté d'accélérer le processus de transfert, non par une différence de nature.

L'analyse de ces quelques différences montre qu'elles n'ont pas un caractère absolu qui viendrait au soutien d'une différence de nature. Plus encore, elle souligne au contraire qu'actions et parts sociales procèdent d'une nature commune. De par leur incorporalité et du fait qu'elles confèrent toutes à leur titulaire des droits au sein de la société, des questions similaires se retrouvent pour chacune, le régime de cession variant selon que l'on ait voulu ou non simplifier le transfert et ainsi selon le caractère plus ou moins ouvert de la société. Il existe alors une gradation dans le régime du transfert de propriété, des parts sociales les plus difficilement cessibles – les parts de SNC –, aux actions les plus aisément cessibles – les actions cotées –, sans qu'il n'y ait de frontière claire entre parts et actions. Le dispositif légal peut en outre être largement modulé par

---

*Bull. mensuel* déc. 1971, n° 33. V. égal. sur cette question R. ROBLOT, « L'agrément des nouveaux actionnaires », in *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, t. 1, 1974, p. 283.

<sup>469</sup> Cass. com. 22 nov. 1988, *Korzilius*, n° 86-18152, *Bull. civ. IV* 1988, n° 322, p. 216 ; *Bull. Joly* 1989, p. 84.

<sup>470</sup> Selon une jurisprudence constante, la règle ne s'applique pas aux biens incorporels : Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 2 mars 1960, *Bull. civ. I* 1960, n° 141 ; Cass. com. 7 mars 2006, n° 04-13569, *Bull. civ. IV* 2006, n° 62, p. 62 ; *D.* 2006, p. 2897, note C. KUHN ; *D.* 2006, p. 2363, note B. MALLET-BRICOUT et N. REBOUL-MAUPIN ; *JCP éd. G* 2006, II, 10143, note G. LOISEAU ; *Deffrénois* 2007, p. 70, note J. HONORAT ; *Dr. et patrimoine* nov. 2006, p. 103, note SEUBE et T. REVET ; *RTD civ.* 2006, p. 348, note T. REVET.

<sup>471</sup> V. H. SYNVEY, « La propriété des valeurs mobilières en droit français », *art. préc.* ; J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 167 et s. V. toutefois M. DUBERTRET, *ouvr. préc.*, n° 111 ; D. R. MARTIN, « Du titre et de la négociabilité », *art. préc.* ; « De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux) », *D.* 1996, p. 47 ; « De l'inscription en compte d'actifs scripturaux », *art. préc.* ; « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *art. préc.* ; « Du corporel », *D.* 2004, p. 2285 ; « La théorie de la scripturalisation », *art. préc.* ; J. PRIEUR et A. BIENVENU-PERROT, « Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers », *Dr. et patrimoine* mai 2000, p. 83

<sup>472</sup> Ordonnance n° 2009-15 du 8 janv. 2009 relative aux instruments financiers.

<sup>473</sup> V. égal. sur le rapprochement des formalités d'opposabilité : M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 320 ; H. LE NABASQUE, « Les actions sont des droits de créance négociables », *art. préc.*, spéc. p. 681 et p. 696 et s.

la volonté des associés. Il y aurait ainsi peu de sens à admettre que les unes mais non les autres constituent des objets de propriété.

Le législateur comme le juge tiennent donc les droits sociaux pour des objets de propriété. Remarquons que cette reconnaissance ne s'est pas limitée à la jurisprudence judiciaire : le Conseil constitutionnel<sup>474</sup> et la Cour européenne des droits de l'Homme<sup>475</sup> ont indirectement qualifié les droits sociaux d'objets de propriété, en les faisant bénéficier des protections offertes respectivement par l'article 17 de la *Déclaration des droits de l'homme et du citoyen* et par l'article 1 du protocole 1<sup>er</sup> de la Convention de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales.

**72. – Régime de la propriété.** Soulignons que l'usage du terme de propriété en matière de droits sociaux n'est pas une simple commodité de langage. Le législateur, le juge, les praticiens les appréhendent comme des objets de propriété<sup>476</sup>.

Aussi, dans les cessions de droits sociaux, la Cour de cassation n'applique-t-elle pas les dispositions de la cession de créance mais celles régissant la vente, en matière de garantie. Elle accepte ainsi de se fonder sur la garantie des vices cachés<sup>477</sup>, alors que la cession de créance est régie par des dispositions spéciales et que cette garantie ne peut y jouer qu'un rôle limité<sup>478</sup>. La

---

<sup>474</sup> CC, n° 81-132 DC, 16 janv. 1982, *D.* 1983, jur. p. 169, note L. HAMON ; *JCP éd. G* 1982, II, 19788, note N. QUOC VINH et C. FRANCK ; *Gaz. Palais* 1982, 1, p. 67, note A. PIEDELIEVRE et J. DUPICHOT ; L. FAVOREU et L. PHILIP, avec la collaboration de P. GAÏA, R. GHEVONTIAN, F. MELIN-SOUCRAMANIEN et A. ROUX, *Les grandes décisions du Conseil constitutionnel*, Dalloz, 16<sup>ème</sup> éd., 2011, n° 14 ; CC, décision n° 89-254 DC, 4 juill. 1989, *D.* 1990, p. 209, note F. LUCHAIRE ; *RTD civ.* 1990, p. 519, F. ZENATI.

<sup>475</sup> CEDH, 8 juil. 1986, *Lithgow et autres c. Royaume-Uni*, *JCP éd. E* 1987, II, 14894, note F.-C. JEANTET.

<sup>476</sup> Rappr. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 450, retenant que les valeurs mobilières sont des droits de créance ne pouvant faire l'objet d'un droit réel, mais reconnaissant : « *Et pourtant, en matière de transfert temporaire de valeurs mobilières les concepts utilisés sont bien ceux du droit des choses. L'on ne fait référence qu'à la propriété des titres et les contrats auxquels on a recours pour réaliser ces transferts sont des contrats translatifs de propriété* ». V. égal. H. BATTIFOL, « Problèmes contemporains de la notion de biens », in *Archives de philosophie du droit*, t. 24, *Les biens et les choses*, Sirey, 1979, p. 9 : « *Au siècle dernier le développement industriel a provoqué l'émission d'actions et d'obligations en quantités telles que des patrimoines entiers ont pu être constitués par ces valeurs, qui détrônaient de son prestige précédemment exclusif la propriété immobilière. Comment nier qu'il s'agissait de biens ? Juridiquement cependant quoi de commun avec la propriété d'une chose ? (...) Mais le fait n'en est pas moins présent : les valeurs mobilières sont cédées, transmises par succession, peuvent être grevées d'usufruit ou mises en gages comme toute autre "propriété mobilière". Il y a donc un droit qui porte sur "quelque chose", puisqu'il peut être démembré, son objet subsistant* ».

<sup>477</sup> V. notamment Cass. com. 23 janv. 1990, n° 87-17521, *Bull. civ. IV* 1990, n° 23, p. 15 ; *Rev. sociétés* 1990, p. 248, note Y. GUYON ; *Defrénois* 1991, p. 612, note J. HONORAT ; *D.* 1991, p. 333, note G. VIRASSAMY ; Cass. com. 12 déc. 1995, n° 93-21304, *Bull. civ. IV*, n° 302, p. 277 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 55, note D. BUREAU ; *D.* 1996, p. 277, note J. PAILLUSSEAU ; *Bull. Joly* 1996, p. 200, note A. COURET ; *JCP éd. E* 1996, II, 798, note Y. GUYON ; *RTD com.* 1996, p. 294, note B. PETIT et Y. REINHARD ; *JCP éd. E* 1996, I, 541, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; *Rev. dr. banc.* 1996, 27, note M. GERMAIN et A.-M. FRISON-ROCHE ; Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 12 janv. 2000, n° 97-13155, *Bull. civ. III* 2000, n° 7, p. 5 ; *Dr. sociétés* 2000, n° 5, p. 12 note T. BONNEAU ; *Bull. Joly* 2000, p. 422, note A. COURET.

<sup>478</sup> Sur la garantie de solvabilité du débiteur : art. 1694 et 1695.

chambre commerciale accueille encore des demandes fondées sur la garantie d'éviction de l'article 1626 du Code civil<sup>479</sup>, à laquelle la garantie de l'existence de la créance se substitue pourtant en matière de droit personnel<sup>480</sup>, malgré quelques arrêts dissidents de la troisième chambre civile<sup>481</sup>.

En réalité, l'appréhension des droits sociaux comme des objets de propriété est ancienne et s'étend bien au-delà de l'application, parfois contestée<sup>482</sup>, du régime de la vente à la cession de droits sociaux. Depuis longtemps, les praticiens ont traité les droits sociaux comme des objets de propriété utilisant en la matière des techniques réservées jusqu'alors aux meubles corporels. Le législateur est parfois venu encadrer ces pratiques ou lever les obstacles qui les entravaient, les consacrant ainsi. À titre d'exemple, l'usufruit portant sur les droits sociaux est admis depuis fort longtemps<sup>483</sup> et était pratiqué à une époque où l'on ne s'interrogeait pas encore sur la validité d'un usufruit de créances<sup>484</sup> : sans conteste les droits sociaux étaient considérés comme pouvant faire l'objet d'un droit réel. De même, le gage de droits sociaux a été admis en l'absence de texte spécifique avant la loi de 1966, alors que le gage ne se concevait que sur des biens meubles, et plus précisément sur des meubles corporels<sup>485</sup>. Le prêt de titres financiers, encore, est une pratique ancienne que le Code monétaire et financier a consacré en la réglementant<sup>486</sup>. Or le prêt suppose en amont la propriété. Il en est de même de la location de parts ou d'actions que le

---

<sup>479</sup> V. notamment Cass. com. 21 janv. 1997, n° 94-15207, *Bull. civ. IV* 1997, n° 25, p. 22 ; *JCP éd. E* 1997, II, 936, note Y. GUYON ; *Bull. Joly* 1997, p. 421, note P. PIGASSOU ; *Dr. sociétés* 1997, n° 5, p. 4, note T. BONNEAU ; *Le quotidien juridique* 1997, n° 16, p. 5, note P. M. ; *RTD com.* 1997, p. 469, note B. PETIT et Y. REINHARD ; *D.* 1998, p. 293, note J.-CL. HALLOUIN ; Cass. com. 20 fév. 2007, *Dr. sociétés* mai 2007, n° 5, 88, note H. LECUYER ; Cass. com. 15 déc. 2009, n° 08-20522, *Bull. civ. IV* 2009, n° 172.

<sup>480</sup> V. notamment F. TERRE, PH. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Droit civil – Les obligations*, Dalloz, 9<sup>ème</sup> éd., 2005, n° 1292.

<sup>481</sup> V. Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 15 mai 1970, n° 68-13973, *Bull. civ. III* 1970, n° 340, p. 248, énonçant qu'aux termes de l'article 1693 C. civ. celui qui vend une créance ou autre droit incorporel doit en garantir l'existence au temps du transport, quoiqu'il soit fait sans garantie. Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 15 mars 2006, n° 04-19337, *Bull. civ. III*, n° 71, p. 59. Remarquons que la troisième chambre civile admet pourtant l'applicabilité de la garantie des vices cachés en matière de cession de droits sociaux (Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 12 janv. 2000, n° 97-13155, *préc.*).

<sup>482</sup> V. notamment S. LACROIX-DE SOUSA, *La cession de droits sociaux à la lumière de la cession de contrat*, Préf. M.-E. Ancel, Avant-propos L. Aynès, LGDJ, 2010. Rappr. M. COZIAN, A. VIANDIER et F. DEBOISSY, *ouvr. préc.*, n° 775. Pour une application conjointe des garanties de la vente et de la cession de créance : J. POUSTIS et J.-L. MONNOT, « La garantie dans les cessions de droits sociaux », *JCP éd. E* 1985, 14464. V. égal. sur cette question : J.-F. BARBIERI, « Cession de parts sociales et garantie due au cessionnaire : droit commun de la vente ou droit spécial de la cession de créance ? », note sous Cass. com. 10 mai 1994, *Bull. Joly* 1994, p. 800.

<sup>483</sup> E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes, ouvr. préc.*, n° 371 ; E. THALLER, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, ouvr. préc.*, t. 3, n° 1275.

<sup>484</sup> V. A. FRANÇON, « L'usufruit des créances », *RTD civ.* 1957, p. 1 ; R. LIBCHABER, « L'usufruit de créance », *RTD civ.* 1997, p. 615.

<sup>485</sup> J. BURGARD, « Le nantissement des parts de sociétés à responsabilité limitée », *Rev. sociétés* 1957, p. 24 ; J. CARBONNIER, « La mise en gage des parts d'intérêt dans les sociétés de personnes », *Rev. sociétés* 1937, p. 173 ; P. LE CANNU, « Le nantissement conventionnel d'actions », *Bull. Joly* 1993, p. 1091. V. égal. G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1084.

<sup>486</sup> Art. L. 211-22 et s. C. mon. fin. V. *infra* n° 175 et s. V. égal. sur le prêt et la nature des droits sociaux, H. LE NABASQUE, « Les actions sont des droits de créance négociables », *art. préc.*

législateur a autorisé<sup>487</sup>. La pratique n'a ainsi pas hésité à utiliser des techniques conçues pour des biens, objets de propriété, en l'absence même de texte spécifique<sup>488</sup> : démembrement de propriété, prêt, bail, crédit-bail, mais également vente à réméré, vente avec réserve de propriété, tontine<sup>489</sup>...

**73. – Conclusion.** Ainsi quelle que soit la nature de la part sociale ou de l'action – droit personnel<sup>490</sup>, droit réel<sup>491</sup>, contrat<sup>492</sup> ou droit *sui generis*<sup>493</sup> –, il nous est permis de conclure que le droit sur les droits sociaux est traité comme un droit de propriété. Les parts sociales et actions sont appréhendées comme des objets de propriété, et leur propriétaire n'est autre que l'associé.

## II- L'identité entre propriétaire et associé

**74. –** Une fois constaté que le droit portant sur l'action ou la part sociale est un droit de propriété, il faut encore relever l'identité entre propriétaire et associé. C'est là le principe (A), même s'il en existe des aménagements (B), essentiellement pour des raisons pratiques.

---

<sup>487</sup> Art. L. 239-1 et s. C. com. CH. BEUDANT, « Des caractères distinctifs de l'intérêt et de l'action en matière de sociétés », *Rev. critique* 1869, t. 34, p. 135, spéc. p. 155 et s. ; J. CARBONNIER, « La mise en gage des parts d'intérêt dans les sociétés de personnes », *art. préc.* ; J. BURGARD, *art. préc.* ; Sur la question de la dépossession V. égal. P. LE CANNU, « Le nantissement conventionnel d'actions », *Bull. Joly* 1993, p. 1091 ; M. SIMONNET, *Le nantissement de parts dans les sociétés en nom collectif*, th. Paris 1, 1981, n° 171.

<sup>488</sup> V. égal. M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 417 ; M. DUBERTRET, *ouvr. préc.*, n° 63.

<sup>489</sup> G. BAFFOY, « L'usage de la tontine en droit des sociétés », *JCP éd. N* 2003, n° 29, 1029.

<sup>490</sup> V. notamment V. ALLEGAERT, *art. préc.* ; T. BONNEAU, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil », *RTD civ.* 1991, p. 11, spéc. n° 16 ; E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, t. 2, 4<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1931, n° 312 ; H. LE NABASQUE, « Les actions sont des droits de créance négociables », *art. préc.* ; F.-X. LUCAS, *art. préc.* ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *ouvr. préc.*, t. 2, n° 561 ; V. MERCIER, *ouvr. préc.*, n° 119 et s. (qualifiant les valeurs mobilières de droit de créance particulier et retentant qu'elles sont l'objet d'un droit de propriété) ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1081 ; P. PIC, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 1, 2<sup>ème</sup> éd., Rousseau, n° 222 et s.

<sup>491</sup> D. R. MARTIN, « Du titre et de la négociabilité », *art. préc.* ; « De l'inscription en compte d'actifs scripturaux », *art. préc.* ; « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *D.* 2001, p. 1228 ; « La théorie de la scripturalisation », *art. préc.* V. égal. plus anciennement, par ex. J.-M. PARDESSU, *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., 1857, n° 992 ; E. PERSIL, *Des sociétés commerciales*, Delaunay, 1833, p. 135

<sup>492</sup> H. CAUSSE, *Les titres négociables : essai sur le contrat négociable*, préf. B. Teyssié, Litec, 1993 ; R. LIBCHABER, « Pour un renouvellement de l'analyse des droits sociaux », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 717 ; S. LACROIX-DE SOUSA, *ouvr. préc.*

<sup>493</sup> H. BATIFFOL, « Problèmes contemporains de la notion de biens », *art. préc.*, spéc., p. 11 et 12 ; M. CAFFIN-MOI, *th. préc.*, n° 409 et s. ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, spéc. n° 422 ; L. MICHOU, *La théorie de la personnalité morale et son application au droit français*, t. 2, par L. Trotabas, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1924, n° 181 ; J. FOYER, *La personnalité morale et ses limites*, Travaux de Recherche de l'institut de droit comparé de l'université de Paris, 1960, p. 113, spéc. n° 3, 4 et 5 ; R. et J. SAVATIER et J.-M. LELOUP, *Droit des affaires*, Sirey, 6<sup>ème</sup> éd., 1980, n° 78 ; E. THALLER, « De la nature juridique du titre de crédit – Contribution à une étude générale sur le droit des obligations », *Annales de droit commercial* 1906, p. 5. V. égal. les auteurs qualifiant les droits de sociaux de créances mais reconnaissant leur particularité : V. ALLEGAERT, *art. préc.* ; H. LE NABASQUE, *art. préc.* ; F.-X. LUCAS, *art. préc.* ; F. NIZARD, *Les titres négociables*, Préf. H. Synvet, Avant-Propos J.-P. Dumas, Economica, 2003, n° 30 et s. ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1081. V. égal. L. AYNES, *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Préf. Ph. Malaurie, Economica, 1984, n° 291 et s.

## A- Principe

**75. – Attribution de la qualité d'associé.** Qualifier les droits sociaux d'objets de propriété ne signifie pas que propriétaires et associés soient confondus. Si cela n'est jamais expressément affirmé dans les textes, la confusion est néanmoins sous-entendue. Ainsi l'article 1832 du Code civil oblige ceux qui concluent un contrat de société à effectuer un apport en son alinéa 1<sup>er</sup>, tandis qu'il dispose que « *les associés s'engagent à contribuer aux pertes* » en son alinéa 3. Les contractants apporteurs sont donc indirectement qualifiés d'associés. L'article 1843-2 lie ensuite apport et attribution de parts sociales – mais l'article vaut pour tout type de droits sociaux. Le propriétaire n'est donc autre que l'associé. Le principe sous-tend aussi les textes spéciaux. À cet égard, l'article L. 223-7 relatif aux sociétés à responsabilité limitée, lorsqu'il énonce que « *les parts sociales doivent être souscrites en totalité par les associés* » est probant : il établit un lien direct entre propriété de parts et qualité d'associé. Dans les sociétés par actions, l'emploi du terme actionnaire pour désigner les associés est significatif. Car dans le langage courant, qu'est donc un actionnaire sinon un propriétaire d'actions<sup>494</sup> ? L'acquisition de la propriété, ou plus précisément son opposabilité, marque donc en principe l'acquisition de la qualité d'associé.

Attestant de la complexité du débat, le droit de l'Union européenne refuse de prendre position sur la définition de l'associé et laisse toute latitude sur ce point aux États membres. La question avait été soulevée lors de la rédaction de la directive sur les droits des actionnaires, et l'actionnaire a finalement été défini comme « *une personne physique ou morale qui est reconnue comme actionnaire par le droit applicable* »<sup>495</sup>. Elle s'est encore posée indirectement lors des discussions relatives à l'adoption d'une éventuelle directive portant sur le droit des titres et il a rapidement été soutenu que le droit européen devait s'abstenir d'intervenir sur ce point<sup>496</sup>.

---

<sup>494</sup> P. IMBS et B. QUEMADA (sous la direction de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIXe et du XXe siècle (1789-1960)*, éd. Gallimard, 1992, V<sup>o</sup> Actionnaire : « *Propriétaire d'une ou plusieurs actions dans une entreprise, constituée en société anonyme ou en commandite.* » ; DRUON (M.) et CARRERE D'ENCAUSSE (H.) (sous la dir. de), *Dictionnaire de l'Académie française*, t. 1, 9<sup>ème</sup> éd., Imprimerie nationale / Fayard, 1992, V<sup>o</sup> Actionnaire : « *Personne physique ou morale propriétaire, sous forme d'une ou de plusieurs actions, d'une part du capital d'une société industrielle ou commerciale* ».

<sup>495</sup> Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, art. 2 b).

<sup>496</sup> La question portait sur les titres financiers en général et non seulement sur les actions. V. « *The legislation should not harmonise the legal framework governing the question of whom an issuer has to recognise as the legal holder of its securities.* » (trad. libre : « *La législation ne devrait pas harmoniser le cadre juridique relatif à la question de savoir qui l'émetteur doit reconnaître comme le titulaire légal des titres.* »), *Consultation Document of the services of the Directorate-General Internal Market and Services*, 5 nov. 2010, DG Markt G2 MET/OT/acg D(2010) 768690, p. 3. V. *infra* n<sup>o</sup> 504 et n<sup>o</sup> 508.

**76. – Attribution des prérogatives sociales.** Très naturellement, lorsque le législateur détermine les clefs de répartition des prérogatives sociales, ce n'est pas toujours à la qualité d'associé qu'il se réfère mais parfois à la propriété, les deux étant censés aller de pair. C'est essentiellement le cas dans les sociétés ouvertes, où la détermination de l'actionnariat peut se révéler délicate.

C'est notamment le cas en matière de titres au porteur : la société ne connaissant pas ses actionnaires, il a fallu fixer une procédure de détermination des titulaires de droits en son sein. C'est alors la propriété qui sert de critère. Ainsi les textes législatifs, quoi qu'ils n'en posent pas expressément le principe, réservent le droit de vote en assemblée aux actionnaires<sup>497</sup>. Aux fins de détermination de ceux-ci, la propriété sert de référence. Selon les textes réglementaires, dans les sociétés cotées, il est justifié du droit de participer aux assemblées générales par l'enregistrement comptable des titres<sup>498</sup> trois jours avant l'assemblée, ceux-ci étant inscrits au nom du propriétaire<sup>499</sup>. L'enregistrement comptable ayant en principe lieu trois jours avant l'acquisition de la propriété, la personne inscrite comptablement trois jours avant l'assemblée est normalement propriétaire au jour de celle-ci. Nous verrons qu'il peut exister des cas où, par exception, les deux moments ne coïncident pas<sup>500</sup>. L'idée sous-tendant le système demeure néanmoins de fixer un moyen de détermination simple et sûr des propriétaires au jour de l'assemblée. Le même système prévaut dans les sociétés non cotées : il est justifié du droit de participer aux assemblées par l'inscription des titres au nom de l'actionnaire au jour de l'assemblée<sup>501</sup>. Là encore, des raisons pratiques d'organisation des assemblées justifient que l'on ait admis que les statuts fixent cette vérification non au jour de l'assemblée mais à une date antérieure de trois jours. Mais cela ne s'explique que par la très forte probabilité que l'inscrit en J-3 conserve sa propriété jusqu'à l'assemblée. La démarche est la même lorsqu'il s'agit de poser une question écrite ou de demander l'inscription d'un point ou d'un projet de résolution à l'ordre du jour. Dans les deux cas, la demande doit être accompagnée d'une attestation d'inscription dans les comptes nominatifs ou dans les comptes au porteur tenus par un intermédiaire habilité<sup>502</sup>. Les titres étant inscrits au nom du propriétaire, c'est ainsi la preuve de la qualité de propriétaire qui est exigée.

## **B- Aménagements**

---

<sup>497</sup> Art. L. 225-96 et s.

<sup>498</sup> Art. R. 225-85 C. com.

<sup>499</sup> Il existe deux exceptions, l'une en matière d'actionnariat étranger, l'autre permettant l'inscription des fonds communs de porteur plutôt que des porteurs. Art. L. 228-1 C. com.

<sup>500</sup> V. *infra* n° 151 et s. et n° 480.

<sup>501</sup> Art. R. 225-86 C. com.

<sup>502</sup> Art. R. 225-84 C. com. pour les questions écrites ; R. 225-71 C. com. pour l'inscription de points ou projets de résolutions à l'ordre du jour.

**77. – Présentation.** Le principe liant propriété et qualité d'associé connaît quelques atteintes<sup>503</sup>. Elles ne sont cependant pas de nature à remettre en cause ce principe. Elles en constituent plutôt des aménagements s'imposant pour des raisons pratiques. Elles concernent essentiellement les transferts de droits sociaux et consistent le plus souvent dans une perte très temporaire pour le propriétaire de sa qualité d'associé.

**78. – Point de vue du cédant, associé retrayant ou exclu.** À l'occasion d'une cession de droits sociaux, il est des situations où propriété et qualité d'associé sont temporairement dissociées, soit que l'associé conserve sa qualité après la cession de ses titres, soit qu'il perde sa qualité avant la cession. Mais ces hypothèses ont vocation à demeurer temporaires et s'expliquent par des raisons pratiques. À l'occasion de la survenance d'évènements exceptionnels, on peut désirer, en effet, faire perdre à un associé les prérogatives attachées à sa qualité, alors même que le transfert de propriété ne saurait se réaliser immédiatement faute pour les modalités de cession d'être déterminées. Il ne s'agit donc que d'aménagements nécessaires au principe et non d'exceptions véritables. Il en est ainsi dans certains cas d'exclusion et de retrait.

C'est notamment le cas dans les sociétés civiles professionnelles. La chambre commerciale a semblé un temps vouloir subordonner la perte de la qualité d'associé à la cession des parts, en cas d'exclusion d'une société civile professionnelle (SCP) notariale<sup>504</sup>. Toutefois, une solution similaire n'a pas été adoptée en cas de retrait d'une société civile immobilière<sup>505</sup> et la première chambre civile est revenue sur la solution de la chambre commerciale dans les SCP notariales<sup>506</sup>, puis dans les SCP d'avoués<sup>507</sup>, de sorte que la solution ne semble plus valoir. Dans ces dernières, de même que dans d'autres types de SCP de professions libérales, les textes<sup>508</sup>, tels qu'interprétés par la première chambre civile, fixent la perte de la qualité d'associé au moment de la décision de

---

<sup>503</sup> V. notamment, M. BUCHBERGER, *Le contrat d'apport : essai sur la relation entre la société et son associé*, préf. M. Germain, éd. Panthéon-Assas, 2011, n° 5.

<sup>504</sup> Cass. com. 22 mai 2007, n° 06-12193, *Bull. civ. IV* 2007, n° 139 ; *D.* 2007, p. 1668 ; *Rev. sociétés* 2007, p. 827, note J.-F. BARBIERI ; *Dr. sociétés* 2007, n° 10, 178, note J.-P. LEGROS ; *Bull. Joly* 2007, p. 1065, note J.-J. DAIGRE ; *Defrénois* 30 décembre 2007, n° 24, p. 1720, note J.-J. DAIGRE.

<sup>505</sup> Cass. com. 17 juin 2008, n° 06-15045, *Bull. civ. IV* 2008, n° 718 ; *D.* 2008, p. 1818, obs. A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2008, p. 826, note J.-F. BARBIERI ; *RTD com.* 2008, p. 588, note M.-H. MONSERIE-BON ; *Bull. Joly* 2008, 965, note F.-X. LUCAS.

<sup>506</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 17 déc. 2009, n° 08-19895, *Bull. civ. I* 2009, n° 256 ; *D.* 2010, p. 745, note M. LAROCHE ; *RTD com.* 2010, p. 387, note M.-H. MONSERIE-BON ; *Defrénois* 30 mars 2010, n° 6, p. 741, note B. THUILLIER ; Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 16 sept. 2010, n° 09-68720 ; *Bull. Joly* 2011, p. 306, note J.-P. GARÇON.

<sup>507</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 9 juin 2011, n° 10-18655, *Bull. Joly* 2012, p. 40, note F.-X. LUCAS.

<sup>508</sup> Art. 31 décret n° 67-868 du 2 octobre 1967 pris pour l'application à la profession de notaire de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 relative aux sociétés civiles professionnelles. V. égal. : Art. 31 décret n° 69-1274 du 31 décembre 1969 pris pour l'application à la profession d'huissier de justice de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 sur les sociétés civiles professionnelles ; Art. 31 décret n° 69-1057 du 20 novembre 1969 relatif à la profession d'avoué de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 relative aux sociétés civiles professionnelles.

retrait ou d'exclusion. Cette même chambre<sup>509</sup> a étendu cette solution aux sociétés d'exercice libéral de directeurs et directeurs adjoints de laboratoires d'analyse de biologie médicale<sup>510</sup>, alors que les textes étaient pourtant moins explicites.

Une situation identique peut résulter d'une clause statutaire d'exclusion. Celle-ci peut en effet prévoir la perte de plein droit de la qualité d'associé dès lors qu'un événement survient. L'associé conserve pourtant ses parts jusqu'à ce que les modalités de la cession ou du rachat soient fixées.

Lier décision de retrait ou d'exclusion et perte de la qualité d'associé n'est néanmoins pas une exception véritable au principe qui veut que l'associé soit le propriétaire de parts. D'une part, il ne s'agit pas de conférer la qualité d'associé à un non-propriétaire, mais de priver un propriétaire de sa qualité d'associé peu avant le transfert de propriété. D'autre part, à ce moment, le transfert futur de propriété est certain. En cas de retrait, la société est obligée de trouver un acquéreur ou de racheter et d'annuler les parts. Quant au retrayant, il doit enclencher une procédure de cession. À défaut, il pourrait y être contraint en justice<sup>511</sup>. En cas d'exclusion, dans les sociétés d'exercice libéral précitées comme dans les SCP notariales, il est prévu que l'associé doit céder ses parts ou que la société doit les lui racheter<sup>512</sup>. Il en est de même dans le cas d'une exclusion statutaire. Ainsi, dans un arrêt du 8 mars 2005<sup>513</sup>, la chambre commerciale approuve une cour d'appel d'avoir admis la licéité d'une clause statutaire d'exclusion, à certaines conditions et en ayant relevé « *qu'en vertu de cette clause, la perte des droits d'associés s'opère de plein droit par l'effet du redressement judiciaire de l'associé qui détient alors sur la société une créance qu'il lui appartient de faire évaluer par expert puis de recouvrer* ». Là encore, le propriétaire de droits sociaux ne saurait demeurer indéfiniment privé de sa qualité d'associé. Une telle privation engendre l'obligation pour la société de procéder ou de faire procéder au rachat. Aussi et quel que soit le bien fondé de ces solutions<sup>514</sup>, ne peut-on affirmer qu'elles constituent des exceptions au principe. Elles en sont plutôt la confirmation : on ne peut demeurer propriétaire de droits sociaux sans avoir la qualité d'associé.

---

<sup>509</sup> Sociétés visées aux art. R. 6212-72 et s. du C. santé publ.

<sup>510</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 26 mai 2011, n° 10-16894, *Bull. civ. I* 2011, n° 532 ; *JCP éd. E* 2011, n° 26, p. 1499, note H. HOVASSE ; *D.* 2011, p. 1480, note A. LIENHARD.

<sup>511</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 27 sept. 2005, n° 02-18258, *Bull. civ. I* 2005, n° 349 p. 290 (au sujet d'une SCP notariale) ; *Rev. sociétés* 2006, p. 129, note J.-F. BARBIERI ; *D.* 2005, p. 2526, note A. LIENHARD.

<sup>512</sup> Art. R 6212-86 C. santé publ ; Art. 32 et 58 décret 2 octobre 1967, la solution vaut également lorsque le notaire est déclaré démissionnaire d'office.

<sup>513</sup> Cass. com. 8 mai 2005, n° 02-17692, *Bull. civ. IV* 2005, n° 47, p. 52 ; *D.* 2005, p. 839, obs. A. LIENHARD ; *Defrénois* 2005, p. 1720, obs. J. HONORAT ; *Bull. Joly* 2005, p. 995, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 2005, p. 618, note D. RANDOUX ; *RTD com.* 2005, p. 599, obs. A. MARTIN-SERF.

<sup>514</sup> V. M. LAROCHE, « Perte de la qualité d'associé : quelle date retenir ? », *D.* 2009, p. 1772 .



La solution retenue en matière de sociétés civiles est en revanche plus contestable car elle conduit à continuer de reconnaître la qualité d'associé à celui qui a pourtant cédé ses parts. L'article 1860 dispose, en effet, qu'à moins que les associés ne décident unanimement d'une dissolution, « *s'il y a déconfiture, faillite personnelle, liquidation de biens ou règlement judiciaire atteignant l'un des associés, (...), il est procédé, (...) au remboursement des droits sociaux de l'intéressé, lequel perdra alors la qualité d'associé* ». La troisième chambre civile, par une interprétation littérale, en a déduit que, dans ce cas, l'associé ne perdait sa qualité qu'au moment du remboursement de ses droits<sup>515</sup>. La chambre commerciale a considéré, par analogie, qu'il en allait de même en cas de retrait d'un associé, alors même que les textes sont silencieux<sup>516</sup>. L'associé peut donc être amené à céder ses parts, tout en gardant sa qualité d'associé tant qu'il n'a pas été remboursé. La solution est peu opportune pour l'associé – qui continue d'être tenu indéfiniment des pertes sociales – comme pour la société. En outre, l'interprétation littérale de l'article 1860 ne s'imposait pas. En effet, à moins d'adopter la thèse selon laquelle les droits sociaux s'éteignent directement dans le patrimoine de l'associé dès qu'il est remboursé de son apport<sup>517</sup> – thèse qui suppose de définir la part sociale comme une créance de l'associé contre la société –, il faut constater que le « remboursement » auquel fait référence l'article 1860 est une opération complexe : il suppose, après que la décision de remboursement a été prise par la société et que le prix a été fixé, un transfert de propriété des parts, une annulation et la restitution des apports éventuellement accompagnés d'une prime<sup>518</sup>. Une interprétation littérale de l'article 1860 est alors exclue<sup>519</sup> : entre ces différents moments, il convient de choisir le plus approprié. Il faudrait plutôt entendre par remboursement la décision de rachat, le moment de la fixation du prix ou le transfert de propriété. Mais là encore, la solution retenue par la Cour de cassation ne remet pas en cause le lien entre propriété et qualité d'associé. Il ne s'agit pas de reconnaître la qualité d'associé à un non-proprétaire, mais de laisser subsister cette qualité de manière nécessairement temporaire<sup>520</sup> au bénéfice d'un ancien propriétaire.

**79. – Point de vue de l'acquéreur.** En matière d'acquisition de droits sociaux, il peut survenir une discordance entre propriété et qualité d'associé lorsque l'acquisition de la qualité d'associé est subordonnée à un agrément en cas de cession. Habituellement, l'agrément doit être requis avant que la cession ne se réalise : propriété et qualité d'associé demeurent liées. Mais il en va autrement lors du décès d'un associé. Les ayants-droits se voient automatiquement transférer la propriété des parts sans qu'ils n'aient été agréés. Aussi ne peut-on admettre qu'ils acquièrent la qualité

---

<sup>515</sup> Cass. civ. 3<sup>ème</sup>, 9 déc. 1998, n° 97-10478, *Bull. civ. III* 1998, n° 243, p. 161.

<sup>516</sup> Cass. com. 17 juin 2008, *préc.*

<sup>517</sup> V. en ce sens notamment, R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 302 et s.

<sup>518</sup> Sur la notion de remboursement en matière de rachat de droits sociaux, V. R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 381

<sup>519</sup> V. égal. sur ce point M. LAROCHE, *art. préc.*

<sup>520</sup> L'article 1860 impose en effet soit le remboursement des parts, soit la dissolution de la société.

d'associé dès cet instant. La loi subordonne alors exceptionnellement la qualification d'associé du propriétaire à l'agrément, et s'il ne peut être obtenu, ce dernier se voit contraint de céder ses parts. À titre d'exemple, dans les sociétés en nom collectif, le principe est que la société prend fin par le décès de l'un des associés mais il n'est pas impératif. Les statuts peuvent prévoir que la société continue entre associés survivants ou avec les héritiers. Dans les deux cas, les droits sociaux doivent lui être remboursés<sup>521</sup>. Pendant un court laps de temps, un propriétaire ne se sera pas vu reconnaître la qualité d'associé. La même situation se retrouve dans les sociétés à responsabilité limitée<sup>522</sup>, dans les sociétés civiles<sup>523</sup>, dans les sociétés civiles professionnelles<sup>524</sup>. Il ne s'agit pas, là encore, d'une remise en cause du principe, mais d'un simple aménagement. La discordance a vocation à rester temporaire.

Une dissociation plus durable peut exister dans les sociétés dont les parts ne sont pas négociables, lorsqu'un époux emploie des biens communs pour faire un apport ou acquérir des droits sociaux<sup>525</sup>. Dans ce cas en effet, les parts sociales étant des biens meubles, celles-ci tombent dans la communauté<sup>526</sup>. Pourtant, l'époux ne devient pas associé, il doit en faire la demande et être agréé, le cas échéant. Cette discordance entre qualité d'associé et propriété peut paraître plus étonnante puisqu'elle a vocation à durer. Mais elle s'explique pour des raisons d'indépendance des époux dans leurs activités. Car les droits sociaux ne peuvent être considérés qu'à raison de leur valeur, ils sont avant tout des biens d'une nature particulière conférant des droits politiques et pécuniaires au sein d'un groupement. Remarquons encore qu'il ne s'agit pas de reconnaître la qualité d'associé à un non-propriétaire, mais de la reconnaître à l'un des deux propriétaires et à la refuser à l'autre. Une situation similaire se présente dans les sociétés dont les parts de capital sont

---

<sup>521</sup> Art. L. 221-15 C. com.

<sup>522</sup> Art. L. 223-14 C. com.

<sup>523</sup> Art. 1870 C. civ.

<sup>524</sup> Art. 24 loi 29 nov. 1966.

<sup>525</sup> Art. 1832-2.

<sup>526</sup> Remarquons néanmoins que certains auteurs ont proposé de considérer que les parts sont des biens propres en raison de leur caractère personnel, ce qui permet de dépasser la difficulté qui naîtrait sinon. V. notamment : CH. AUBRY et CH. RAU, par A. PONSARD, *Droit civil français*, t. 8, *Régimes matrimoniaux*, 7<sup>ème</sup> éd., Librairies techniques, 1973, n° 167 ; G. MARTY et P. RAYNAUD, *Les régimes matrimoniaux*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1985, n° 189 ter. En outre, il est classiquement affirmé que seule la valeur des parts tombe dans la communauté, à l'exception du « titre », c'est-à-dire de la qualité d'associé (V. dernièrement Cass. com. 4 juill. 2012, n° 11-13384, à paraître au bull.). D'autres soutiennent encore que les parts tombent en nature dans la communauté même si seul l'époux qui a réalisé l'acquisition se voit reconnaître la qualité d'associé. Ces dissonances, soulignant la difficulté de théoriser des solutions s'imposant pour des raisons éminemment pratiques, témoignent du malaise que suscite la dissociation entre propriété et qualité d'associé. V. sur les différentes conceptions développées : E. NAUDIN, « L'époux associé et régime légal de la communauté réduite aux acquêts », in *Mélanges en l'honneur du professeur G. Champenois*, Defrénois, p. 617.

négociables, la seule différence tenant à ce que l'acquéreur n'a pas à informer son conjoint ni à obtenir son consentement<sup>527</sup>.

**80. – Autres situations.** Citons enfin quelques situations tangentes. Il est certaines hypothèses où il est difficile d'affirmer qu'il existe une dissociation entre propriété et qualité d'associé, car l'associé est mal déterminé. Tel est le cas en matière de démembrement de propriété. Dans ce cas, toute la difficulté réside dans la détermination du propriétaire aux fins de savoir qui est associé. La thèse d'un démembrement véritable de la propriété conduit à reconnaître la qualité d'associé aux deux protagonistes. Il n'existe pas alors de dissociation entre propriété et qualité d'associé. Mais la thèse classique se fondant sur une interprétation littérale de l'article 578 du Code civil et retenant que seul le nu-propriétaire est propriétaire conduirait au contraire à admettre la qualité d'associé du seul nu-propriétaire. Ni le législateur ni la jurisprudence n'ont tranché, mais il est intéressant de remarquer que le critère de la propriété est omniprésent dans les débats doctrinaux<sup>528</sup>. La location ou le crédit-bail d'actions ou de parts sociales est une hypothèse plus délicate<sup>529</sup>. Le locataire ou le crédit-preneur bénéficie en effet de prérogatives normalement reconnues aux associés sans être propriétaire de droits sociaux. La répartition des droits entre les cocontractants est proche de celle qui existe en matière de démembrement de propriété. Si l'on qualifie d'associé le locataire ou crédit-preneur, force est de conclure qu'il existe là une hypothèse de dissociation entre propriété et qualité d'associé. Si l'on considère qu'il ne peut recevoir une telle qualification – faute par exemple d'être propriétaire –, il faut constater alors que le droit de vote est reconnu à un non-associé, ce qui constituerait une exception à un principe pourtant fondamental du droit des sociétés. Quelle que soit la conception retenue, la pratique est surprenante et méritera que l'on s'y attarde plus longuement.

Une autre hypothèse doit être exclue des cas de dissociation entre propriété et qualité d'associé. Le juge a parfois octroyé la qualité d'associé à ceux qui ne détenaient pas de droits sociaux et se prétendaient créanciers<sup>530</sup>. Le juge ne procède cependant ainsi qu'*a posteriori*, de manière curative, et non pour reconnaître à ces intervenants le bénéfice des droits d'associés, mais pour les soumettre aux obligations qui sont les leurs, alignant ainsi le statut de celui qui s'est comporté comme un associé sur celui de l'associé.

---

<sup>527</sup> V. notamment J. HONORAT, « La situation des actions de sociétés anonymes dans le cadre des régimes matrimoniaux », *Rev. sociétés* 1999, p. 577, spéc. n° 29 ; B. BEIGNIER, *Manuel de droit des régimes matrimoniaux*, PUF, 2003, n° 36 .

<sup>528</sup> V. *infra* n° 155 et s.

<sup>529</sup> V. *infra* n° 148 et s.

<sup>530</sup> V. *supra* n° 63.

Enfin, en cas de cession de droits sociaux, la fixation du principe de la cession, la détermination du prix, le transfert de propriété, son opposabilité, ne sont jamais concomitants. Il peut alors advenir que la société reconnaisse la qualité d'associé et le bénéfice des prérogatives sociales à celui qui vient de céder ses droits sociaux. On ne peut toutefois considérer qu'il y ait là une dissociation entre propriété et qualité d'associé. La société tient pour associé celui qu'elle connaît comme propriétaire de droits sociaux. La situation s'explique par un décalage technique entre le transfert de propriété entre les parties et la date d'opposabilité ou d'appréciation de la qualité de propriétaire par la société. Cette situation sera étudiée postérieurement<sup>531</sup>.

\* \* \*

\*

**81. – Conclusion du chapitre 1.** Le droit de vote est traditionnellement un attribut essentiel de l'associé. S'il existe des associés qui n'en sont pas dotés, seuls les associés peuvent en être titulaires. Ce lien est tel que l'on a parfois fait du droit de vote un critère de la qualité d'associé. En réalité, le raisonnement doit être inversé : la qualification d'associé induit l'attribution du droit de vote. Notre droit tient ainsi la qualité d'associé pour principe de l'attribution du droit de vote. En pratique, toutefois, elle est peu fonctionnelle d'autant qu'aucune définition légale de la notion n'a été clairement énoncée. Les textes se réfèrent alors plus volontiers à la qualité de propriétaire de parts sociales ou d'actions lorsqu'il s'agit d'identifier concrètement celui qui peut accéder aux assemblées et voter. Si la qualité d'associé constitue le principe théorique de l'attribution du droit de vote, la propriété en est ainsi le principe pratique. Ces principes dégagés, leur justification doit être recherchée.

---

<sup>531</sup> V. *infra* n° 151 et n° 477 et s.

## **Chapitre 2 : La justification des principes d'attribution du droit de vote**

**82.** – Dans la conception classique de la société, le droit de vote est attaché à la notion d'associé, traditionnellement et simplement défini comme le propriétaire de droits sociaux. Seuls les associés en sont pourvus et tout aménagement du droit de vote est soigneusement encadré. Ce constat effectué, il faut s'interroger sur la justification de cet état des choses. Pourquoi le droit de vote est-il « essentiel » ? Pourquoi seuls les associés peuvent-ils en jouir ? Un examen plus approfondi de notre droit et de son évolution montre que la justification du lien entre qualité d'associé et droit de vote réside dans l'idée que seuls ceux qui sont exposés à l'aléa social doivent être dotés d'un tel droit de participation. Or seuls les associés, entendus comme les propriétaires de droits sociaux, et tous les associés, subissent en principe cet aléa. Le droit de vote est ainsi, au terme d'une démarche elliptique, attribué à l'associé.

On s'attachera à montrer que l'aléa social constitue le fondement de l'attribution du droit de vote (section 1), puis qu'il est classiquement tenu pour inhérent à la notion d'associé (section 2). L'équation se résout logiquement par l'attribution du droit de vote à l'associé.

### **Section 1 – L'aléa social, fondement de l'attribution du droit de vote**

**83.** – Si le principe n'a jamais été explicitement posé par le législateur, les règles d'attribution du droit de vote ont sans conteste pour fondement l'aléa social supporté par son titulaire : le droit de vote est attribué à l'associé parce qu'il est supposé courir l'aléa social.

Il faudra à ce stade dépasser la question de l'attribution pour envisager brièvement celle de la répartition des droits de vote. Attribuer le droit de vote est identifier ceux qui doivent se voir reconnaître ce droit au sein de la société. Répartir les droits de vote, c'est déterminer combien de voix conférer à ceux à qui l'on a attribué le droit de vote. La répartition des droits de vote est donc une question immédiatement subséquente à celle de son attribution. Il s'agit là de deux thèmes distincts mais liés par la problématique du pouvoir : ces règles tendent à déterminer le

titulaire du pouvoir au sein de la société. Il serait d'ailleurs aisé de vider de leur sens les principes d'attribution en jouant sur la répartition des droits de vote : peut-on encore considérer que l'associé « *participe aux décisions collectives* » au sens de l'article 1844 du Code civil, lorsqu'il se voit reconnaître une voix alors que ces coassociés en disposent d'une centaine ? C'est pourquoi il n'est pas inintéressant d'envisager brièvement cette problématique. Les règles de répartition sont également sous-tendues par la notion d'aléa social, mais d'autres considérations entrent aussi en jeu à ce stade. Et l'on verra que si les contournements des règles de répartition et d'attribution sont similaires, il n'est nul besoin d'en traiter distinctement, car la rénovation des principes d'attribution du droit de vote suffit à remédier à ces difficultés.

Sera ainsi étudié le lien entre aléa social et attribution du droit de vote d'une part (I), et entre aléa social et répartition des droits de vote d'autre part (II).

## **I- Attribution du droit de vote et aléa social**

**84.** – L'attribution du droit de vote a pour fondement l'aléa social couru par son titulaire. Une analyse de l'évolution historique du droit des sociétés permet de mettre au jour cette justification (A). Celle-ci se retrouve dans l'examen du droit positif (B).

### **A- Le lien historique entre aléa et droit de vote**

**85. – Présentation.** L'examen du développement des sociétés de l'Ancien droit jusqu'au XIX<sup>ème</sup> siècle permet de mettre en lumière le lien historique qui unit aléa social et vote.

**86. – Sociétés à risque illimité et unanimité.** Dans les compagnies de l'époque médiévale, dans les sociétés générales de l'Ancien droit, puis dans les sociétés en nom collectif du Code de commerce de 1807, dans lesquelles la responsabilité des associés était solidaire et indéfinie<sup>532</sup>, la gestion sociale s'organisait sur un schéma contractuel<sup>533</sup>. Les associés étaient parties à un contrat et leur consentement était nécessaire pour tout ce qui relevait des affaires sociales. Les décisions d'une certaine gravité étaient généralement prises d'un commun accord tandis qu'il était admis, le plus souvent, que tous les associés pouvaient individuellement intervenir dans l'administration courante. D'autres formules existaient cependant, répartissant les tâches entre les associés, les confiant à l'un d'eux ou les réservant au consentement unanime des associés. Lorsque la décision

---

<sup>532</sup> Dans les compagnies et les sociétés générales, la responsabilité pouvait cependant être limitée dans les statuts, V. H. LEVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII<sup>ème</sup> et XVIII<sup>ème</sup> siècles*, Domat-Montchrestien, 1938, p. 151.

<sup>533</sup> V. G. RIPERT, « La loi de la majorité dans le droit privé », in *Mélanges Sugiyama*, Sirey, 1940, p. 355.

d'un seul associé suffisait à engager la société, l'explication donnée demeurait contractuelle. Longtemps en effet, les auteurs se fondèrent sur l'existence d'un mandat tacite accordé par chaque associé<sup>534</sup>. Les décisions étaient donc le plus souvent prises à l'unanimité et, dans le cas contraire, elles étaient censées l'être par le recours à la fiction du mandat<sup>535</sup>. Le consentement unanime des associés était au fondement du processus décisionnel. On ne parlait alors pas encore de vote ni d'assemblée, et l'on ne faisait pas de distinction entre contrôle et gestion. Ce modèle contractuel conférait aux associés vocation à intervenir quotidiennement dans les affaires sociales<sup>536</sup>, ce qui n'était rendu possible que par le faible nombre d'associés, le fort *intuitus personae* et la durée généralement brève du contrat de société.

Économiquement, cette vocation à l'intervention dans les affaires sociales se justifiait simplement : les associés étaient tenus solidairement et indéfiniment des dettes sociales. Il n'était pas imaginable qu'ils abandonnassent ce droit dans la gestion qui leur permettait de conserver la maîtrise du risque de perte et des chances de gain<sup>537</sup>. La participation de chaque associé à la vie sociale constituait alors une évidence. Une solution plus avantageuse eût sinon été choisie par les parties : prêt participatif ou commandite. La participation des associés était ainsi indissociable de la notion d'aléa.

**87. – Sociétés à risque illimité et loi majoritaire.** Il faut souligner que l'abandon progressif du principe de l'unanimité au profit de celui de la majorité ne remet pas en cause le lien entre l'aléa social et la participation des associés. Lorsque la taille de ces sociétés s'accroissait, l'unanimité n'était plus praticable : le recours au principe majoritaire se développa alors<sup>538</sup>. Ce sont donc des raisons d'ordre strictement pratique qui expliquèrent le passage au principe

---

<sup>534</sup> V. H. LEVY-BRUHL, *préc.*, p. 121 ; R.-J. POTHIER, *Traité du contrat de société, Traité de droit civil et de jurisprudence française*, t. 2, 1781, n° 90 ; G. RIPERT, *préc.* V. également, E. COPPER ROYER et fils, *Traité des sociétés*, t. 1, Sirey, 1938, p. 293. V. égal. l'ancien art. 1859 C. civ. : « *A défaut de stipulations spéciales sur le mode d'administration, on suit les règles suivantes : 1° Les associés sont censés s'être donné réciproquement le pouvoir d'administrer l'un pour l'autre (...)* ».

<sup>535</sup> V. sur les compagnies, J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, PUF, 1986, n° 99 ; sur les sociétés générales, H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 121. V. égal. G. RIPERT, *art. préc.*

<sup>536</sup> V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 99, à propos des compagnies à l'époque médiévale ; n° 109, à propos des sociétés générales dans l'Ancien Droit.

<sup>537</sup> V. égal. J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 4, 5<sup>ème</sup> éd., Nève, 1841, n° 979, discutant des possibilités de dérogation à la règle de l'unanimité des associés et subséquemment à celle qui veut que tout associé participe aux décisions sociales : « *Dans la règle tout associé a voix délibérative ; il est même peu probable qu'on apporte quelques modifications à ce principe dans les sociétés où les associés sont indéfiniment et solidairement tenus des dettes* ».

<sup>538</sup> H. LEVY-BRUHL, *préc.*, p. 122 ; J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial, ouvr. préc.*, t. 4, n° 979 et s. ; V. également, C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, thèse Paris II, 1997 ; D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, Préf. J.-M. Bischoff, Sirey, 1970, n° 30 et s. ; J. MESTRE, « Rapport de synthèse », in *La loi de la majorité, art. préc.* ; C. RUELLAN, *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, thèse Paris II, 1997. V. égal. sur la loi de la majorité en général : F. TERRE, « Fondements historiques et philosophiques de la loi de la majorité », *RJ com.* 1991, numéro spécial, *La loi de la majorité*, p. 9 ; L. KONOPCZYNSKI, *Le liberum veto, ouvr. préc.*

majoritaire<sup>539</sup> et, par là même, à un système d'assemblée où chacun était titulaire d'un droit de vote. D'ailleurs, tant les sociétés à risque illimité que les sociétés à risque limité connurent cette évolution. Ce n'est donc pas la limitation du risque qui fonda le principe de majorité : cette limitation ne fit qu'en faciliter le recours<sup>540</sup>. Le principe majoritaire ne fut qu'un pis aller, une dégénérescence de la règle de l'unanimité. L'attribution du droit de vote s'opéra ainsi naturellement par l'adaptation du fonctionnement traditionnel des sociétés de personnes. Comme dans les sociétés de petite taille, les associés des structures importantes étaient titulaires d'un droit de participation, la seule différence tenant au mécanisme d'agrégation des volontés.

Chaque associé détenait ainsi un droit égalitaire de participation aux délibérations et les mêmes raisons que celles précédemment exposées l'expliquaient<sup>541</sup>. Malgré l'augmentation du nombre d'associés, le caractère personnel de la société restait prononcé et chacun conservait un intérêt fort dans la société : le droit de participation demeurait fondamental pour des associés tenus solidairement et indéfiniment. L'aléa social demeurait sous-jacent à l'attribution du droit de vote à chaque associé.

**88. – Sociétés de capitaux.** Dans les sociétés de capitaux où la responsabilité était limitée – compagnies à charte et sociétés privées –, la question revêt plus de complexité. Ces sociétés ne pouvaient adopter une structure semblable à celle des petites sociétés familiales. La responsabilité limitée des associés couplée à l'augmentation du nombre d'actionnaires entraîna un recul de l'*intuitus personae*. Alors que dans les sociétés de personnes, les apports se faisaient le plus souvent en industrie, ceux-ci disparurent au profit d'apports en nature et en numéraire. Le capital, qui était demeuré une notion floue jusqu'au XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>542</sup>, prit désormais une tout autre importance. Les porteurs à qui l'on faisait appel n'étaient plus à l'origine de la fondation de la société. A n'en pas douter, leur intérêt différait de celui des associés d'une société familiale, d'autant que les titres de capital devenaient cessibles et que la négociabilité se développait<sup>543</sup>. Il résulta de l'affaiblissement de l'*intuitus personae* une perte d'attrait de la participation aux affaires

---

<sup>539</sup> V. J. MESTRE, *art. préc.* ; G. RIPERT, *art. préc.* V. égal. J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme – technique d'organisation de l'entreprise*, Préf. M.-Y. Loussouarn, Sirey, 1967, p. 33 et s.

<sup>540</sup> V. D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 43.

<sup>541</sup> V. *supra* n° 86. Remarquons que l'aspect contractuel demeure prégnant (V. G. RIPERT, *art. préc.* et *Aspects juridique du capitalisme moderne*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1951, n° 22), le processus d'adoption des décisions sociales à la majorité est considéré comme une application de la volonté des contractants (V. par ex. CH. LYON-CAEN, note sous Civ. 30 mai 1892, *S.* 1892, I, p. 168 ; G. RIPERT, « La loi de la majorité dans le droit privé », *art. préc.*). Le principe majoritaire est en effet justifié par le recours à la représentation : les associés donnent par avance mandat à la majorité d'adopter les décisions sociales (Par ex., en matière de sociétés de capitaux, Cass. civ. 30 mai 1892, *S.* 1892, I, p. 168 note CH. LYON-CAEN ; *D.* 1893, I, p. 105, note E. THALLER. V. égal. D. SCHMIDT, *ouvr. préc.*, n° 33).

<sup>542</sup> V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 109 ; A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 117 et s.

<sup>543</sup> V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 120 ; A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 201 et s. ; H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 183 et 214.



sociales, tandis que la limitation de la responsabilité des porteurs fit perdre son caractère primordial à la participation. Elle ne fut, en tout état de cause, plus praticable dans les mêmes conditions que dans les petites sociétés de personnes. En l'absence de toute réglementation contraignante, on aurait pu être naturellement conduit à priver les porteurs de tout droit d'intervention dans les affaires sociales et consacrer une dissociation totale entre capital et pouvoir. Pourquoi, dès lors, une telle voie n'a-elle pas été suivie ? Pourquoi le droit de vote a-t-il été reconnu aux actionnaires ?

L'une des explications les plus simples que l'on pourrait être tenté d'avancer, réside dans le fait que les sociétés de capitaux privées<sup>544</sup> se développèrent sur le modèle des sociétés de personnes<sup>545</sup>. Aussi le mode d'adoption des décisions fut-il très longtemps calqué sur ces dernières<sup>546</sup> : l'idée d'égalité dominait et le vote par tête s'imposait. Le passage au principe de proportionnalité ne se fit que de manière progressive. Celui-ci était, en effet, difficilement admissible dans la conception purement contractuelle de la société qui avait alors cours. Le plafonnement fréquent du nombre de voix par actionnaire, que le Conseil d'État rendit d'ailleurs obligatoire au XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>547</sup>, minimisait l'inégalité en résultant. Il est donc clair que l'aspect contractuel de la société justifiait toujours la reconnaissance d'un droit de participation aux porteurs, envisagés comme parties au contrat de société, à l'image de ce qui existait dans les sociétés de personnes.

Pourtant, cette explication ne satisfait pas, puisque les premières sociétés de capitaux ne faisaient que peu de place aux porteurs dans la gestion sociale<sup>548</sup>. Le droit de vote n'était, en effet, pas toujours réservé aux actionnaires. Souvent, seuls les fondateurs participaient effectivement aux affaires sociales. Lorsque les statuts prévoyaient l'attribution du droit de vote aux actionnaires, les assemblées étaient fréquemment dépourvues de pouvoir effectif. Dans nombre de sociétés, elles n'étaient en outre que très rarement réunies, même lorsque les statuts déterminaient la fréquence des convocations<sup>549</sup>. La situation des porteurs ne fut donc pas

---

<sup>544</sup> Les compagnies coloniales n'étaient pas originellement considérées comme des sociétés. Elles étaient d'ailleurs dotées de compétences régaliennes. Ainsi, la doctrine commerciale ne s'intéresse pas ou peu à l'étude de ces compagnies. V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 117 ; J. BONNECASE, « Aperçu sur l'évolution de la structure légale des sociétés commerciales françaises de 1804 à l'heure actuelle », (partie 1), *Rev. sociétés* sept.-oct. 1933, p. 157, spéc. p. 171.

<sup>545</sup> J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, p. 189.

<sup>546</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 368.

<sup>547</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 370. V. égal. pour une approche comparative : S. MARTIN et F. PARTNOY, « Encumbered shares », *University of Illinois Law Review* 2005, p. 775.

<sup>548</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 196 : « Malgré tout, l'idée n'est pas nettement dégagée que ce sont les actionnaires qui sont les maîtres de la société, et cela se manifeste dans la compétence très restreinte des assemblées générales ». V. également E. THALLER, « Les sociétés par actions dans l'ancienne France », *Annales de droit commercial* 1901, p. 185.

<sup>549</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 192. V. égal. Y. GUYON, « La société anonyme, une démocratie parfaite », in *Mélanges C. Gavalda*, Dalloz, 2001, p. 133, spéc. n° 3. Sur les assemblées générales de la Compagnie française des

rattachée au modèle des sociétés de personnes dès l'origine. Ce ne fut que peu à peu que les actionnaires conquièrent un droit d'intervention et que le fonctionnement des sociétés de capitaux rejoignit le modèle existant des sociétés de personnes.

Une autre explication doit donc être recherchée, et celle-ci, nous allons le voir, souligne à nouveau le lien fort entre aléa social et vote. C'est la négociabilité des actions qui fut certainement à la source de la reconnaissance d'un droit de participation dans les affaires sociales aux associés. Historiquement, en effet, les parts de société n'étaient pas cessibles. Mais certaines sociétés de capitaux admirent peu à peu la cessibilité des actions puis leur négociabilité. Celle-ci attira les spéculateurs, qui entendirent cependant maîtriser leurs chances de gain et leur risque de perte en surveillant la gestion sociale. Ils réclamèrent tout particulièrement un droit de contrôle sur la nomination et la révocation des administrateurs<sup>550</sup>. Si les actionnaires mécontents pouvaient désormais quitter librement la société en revendant leurs titres, les fondateurs désireux d'attirer les capitaux se voyaient contraints de leur accorder le droit d'intervention qu'ils réclamaient. On commença alors à utiliser le vocable de vote, essentiellement pour la désignation des administrateurs. Les notions d'administration et de contrôle, de conseil d'administration et d'assemblée d'actionnaires, en vinrent à être distinguées<sup>551</sup>. Là encore, l'aléa subi par les porteurs, et la volonté subséquente de le maîtriser, justifiaient que le droit de vote leur fût reconnu.

A cet égard, l'évolution du droit de participation dans la *Compagnie hollandaise des Indes orientales* est éloquent<sup>552</sup>. Créée en 1602, cette compagnie coloniale avait fait appel à l'épargne publique et divisé son capital en actions. À cette époque, alors que les sociétés étaient créées pour des durées brèves, les parts étaient classiquement incessibles. Ce système n'était pourtant pas praticable dans cette compagnie créée pour vingt et un ans. Pour attirer les investisseurs, il avait donc été admis que les porteurs, nommés *participants*, auraient un droit de retrait après dix ans. Mais beaucoup avait souhaité se retirer avant ce terme et les cessions de parts avaient fini par être admises. La cessibilité des parts eut pour conséquence de favoriser la spéculation. Les *participants*, qui pariaient sur un gain rapide, se plainquirent alors du « caractère désastreux et secret de la gestion des directeurs »<sup>553</sup> et réclamèrent un pouvoir de contrôle sur leur nomination et sur leur gestion, qui

---

Indes orientales de 1664 (qui n'est cependant pas considérée à l'époque comme rattachée à la catégorie des sociétés) : H. GROLOUS, *La Compagnie française des Indes orientales de 1664*, Rousseau, 1911, p. 93 et s.

<sup>550</sup> V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 121, qui parle de « véritables coups de force à l'égard des administrateurs » des assemblées d'actionnaires.

<sup>551</sup> V. A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 269 ; H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 192.

<sup>552</sup> V. A. SAYOUS, « Les sociétés anonymes par actions – Leur nature dégagée par la méthode historique d'après l'histoire de la compagnie hollandaise des Indes orientales », *Rev. éco. pol.* 1902, p. 614 ; J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 115.

<sup>553</sup> J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, *ouvr. préc.*, n° 115. V. égal. F. BRAUDEL, *Civilisation matérielle économie et capitalisme*, t. 3 « Le temps du monde », Armand Colin, 1979, p. 260 et s.

leur aurait permis de maîtriser au mieux le risque de perte que leur faisait courir leur investissement. Le risque de retrait massif des participants ou de vente massive inquiétait les directeurs et donnait sans conteste un pouvoir déterminant aux *participants*. Tandis que société était jusqu'alors dirigée par des directeurs nommés à vie. Les porteurs obtinrent, au moment du renouvellement de la société, que ceux-ci fussent désignés par les *principaux participants*, eux-mêmes nommés par l'ensemble des *participants*. Les *principaux participants* surveillaient également les comptes. La reconnaissance d'un droit d'intervention dans les affaires sociales aux actionnaires, et plus spécifiquement d'un droit de contrôle<sup>554</sup>, fut ainsi favorisée par le développement de la négociabilité des actions et de la spéculation en résultant. Le droit de participation qui conférait aux spéculateurs une certaine maîtrise de l'aléa social était la condition de leur investissement. La notion d'aléa social était alors sous-jacente à l'instauration d'un système de vote, permettant aux porteurs de participer à la vie sociale.

Mentionnons encore qu'au XIX<sup>ème</sup> siècle, nombreuses étaient les sociétés subordonnant l'accès à l'assemblée à la possession d'un certain nombre d'actions. Même dans ce cas, c'était un argument fondé sur l'aléa social qui était avancé. L'accès de trop nombreux petits porteurs, insuffisamment intéressés à la gestion sociale, aurait risqué de favoriser les intrigues au sein des assemblées. Ainsi, « *pour les hommes du XIX<sup>ème</sup> siècle, seul l'entrepreneur individuel, maître chez lui et responsable personnellement des risques qu'il prend, est efficace* »<sup>555</sup>. Le même argument était défendu lorsque la représentation des actionnaires aux assemblées était interdite : « *C'est une manière d'obliger l'actionnaire à être présent et à subir plus facilement le contre-coup financier important que peuvent entraîner certaines décisions prises* »<sup>556</sup>. L'aléa social sous-tendait ainsi les débats relatifs au vote chez les auteurs et les praticiens du XIX<sup>ème</sup> siècle.

**89. – Sociétés en commandite.** Nous pouvons encore constater que le lien entre aléa et participation apparaît de nouveau quand on en vient à aborder la question du droit d'intervention du commanditaire, dans les sociétés en commandite simple. Il avait très tôt été admis en Italie, berceau de cette forme sociale, que le commanditaire, dont la responsabilité était limitée, ne pouvait effectuer d'acte de gestion<sup>557</sup>. La pratique française était cependant demeurée très variée sans que l'on pût en dégager une tendance majoritaire jusqu'à la fin du XVIII<sup>ème</sup> siècle<sup>558</sup>. La responsabilité limitée du commanditaire décontenançait, en effet : dans cette forme de société,

---

<sup>554</sup> Le contenu du droit de contrôle sera précisé par la jurisprudence tout au long du 19<sup>ème</sup> siècle. V. A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 332 et s.

<sup>555</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 354.

<sup>556</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 358.

<sup>557</sup> V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 111 ; E. POTU, « La défense d'immixtion du commanditaire », *Annales de dr. com.* 1910, p. 125 et s., p. 209 et s. et p. 265 et s., spéc. n° 3 et s. V. égal. J. HILAIRE, *Le Droit, Les Affaires et l'Histoire*, Economica, 1995, p. 177 et s.

<sup>558</sup> J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 113 ; H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 159 ; E. POTU, *art. préc.*, n° 8 et 9.

contrairement aux formes connues jusqu'alors, les associés ne se trouvaient pas sur un pied d'égalité puisque tous ne couraient pas un risque similaire. La plupart en déduisait que le pouvoir d'intervention des commanditaires dans les affaires sociales ne pouvait être le même que celui des commandités<sup>559</sup>. Certains affirmaient que le commanditaire ne devait pas traiter avec les tiers, tandis que pour d'autres, la défense d'immixtion s'appliquait également dans les affaires internes<sup>560</sup>. Certaines sociétés ne reconnaissaient pas même un droit de contrôle au commanditaire<sup>561</sup>. Remarquons qu'une démarche inverse était parfois suivie. La commandite avait en effet été créée pour permettre aux nobles qui désiraient faire fructifier leur argent, d'entrer en société, sans emprunter la voie d'une société à responsabilité illimitée – ce qui leur aurait conféré la qualité de commerçant –, ni la voie du prêt à intérêt alors prohibé. Alors, « *ne prenant pas part à la gestion, il était naturel que [le commanditaire] ne fût pas personnellement responsable et ne courût que le risque de perdre sa mise* »<sup>562</sup>.

Ce débat témoigne du lien ancien entre participation et aléa. Si le droit de participation du commanditaire posait question dans l'esprit des juristes de l'époque, c'est non seulement que la responsabilité limitée n'était pas une figure habituelle, mais également que la différence de statut entre le commandité et commanditaire surprenait. Commandités et commanditaires n'étant pas sur un pied d'égalité quant au risque social, il n'était pas concevable qu'ils le fussent en ce qui concernait leur participation.

**90. – Conclusion.** L'étude de la pratique et des débats doctrinaux anciens, à des époques où il n'existait pas encore de législation impérative concernant l'attribution du droit de vote, met en lumière la relation fondamentale entre l'aléa social et le droit de vote. Le droit de participation reconnu à chaque associé s'expliquait originellement par son statut de partie au contrat de société. En tant que tel, il avait le droit de prendre part aux affaires sociales sur un pied d'égalité avec ses coassociés. Mais la référence contractuelle revêt une force explicative insuffisante. Dans les sociétés à risque limité, l'importance du droit de participation trouvait sa source, économiquement, dans l'aléa social supporté par tout associé. Dans les sociétés de capitaux, l'explication contractuelle ne suffisait pas non plus à rendre compte de l'évolution du droit de participation. C'est encore l'aléa social qu'ils couraient, qui explique que les actionnaires aient exigé un droit de nomination et de révocation des administrateurs et un droit de contrôle de la

---

<sup>559</sup> Par exemple, P. BOUCHER, *Institutions commerciales*, Levrault, 1801, p. 129, cité par H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 160. V. égal., E.-H. GARNIER-DESCHENES, *Traité élémentaire du notariat*, 1808, n° 439.

<sup>560</sup> V. J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., 1857, n° 1030. V. égal. P. PONT, *Commentaire-traité des sociétés civiles et commerciales*, t. 2, Delamotte fils et C<sup>ie</sup>, 1880, n° 1428, qui leur reconnaît « *un droit de contrôle ou de surveillance* ».

<sup>561</sup> H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 162.

<sup>562</sup> J. BONNECASE, « Aperçu sur l'évolution de la structure légale des sociétés commerciales françaises de 1804 à l'heure actuelle », *art. préc.*

gestion. La notion d'aléa social est ainsi depuis longtemps et continue d'être au fondement de l'attribution du droit de vote.

## **B- Le lien actuel entre aléa et droit de vote**

**91.** – Historiquement, le lien entre aléa et droit de vote se matérialisait dans la figure contractuelle. C'est elle qui justifiait le traitement égalitaire et l'attribution du droit de vote aux associés. L'affinement de la notion de personnalité morale<sup>563</sup> a cependant rendu le modèle contractuel tel qu'il était envisagé à l'époque, insuffisant à expliquer le fonctionnement des sociétés, notamment des sociétés anonymes. Certains le jugent inapproprié ; d'autres continuent de s'y référer tout en l'ayant adapté aux évolutions que le droit des sociétés a connues, ou optent pour une conception mixte<sup>564</sup>. Aussi faut-il se demander ce qu'il reste du lien entre aléa et vote dans notre législation.

Si ce lien est l'objet de pratiques nombreuses et diverses tendant à réduire l'importance du risque effectivement subi<sup>565</sup>, cette relation demeure au fondement des règles qui régissent l'attribution du droit de vote. Il convient de le constater (1) et de l'expliquer (2).

### **1. Le constat du lien entre aléa social et droit de vote en droit positif**

**92.** – L'attribution du droit de vote aux associés est le plus souvent justifiée en doctrine par l'aléa subi (a). L'observation du droit positif permet d'en faire le constat (b).

#### **a. L'aléa social, fondement doctrinal de l'attribution du droit de vote**

**93.** – **Le fondement de l'aléa social.** Si l'on examine les théories doctrinales qui touchent à l'attribution du droit de vote – parfois indirectement –, deux justifications établies sur l'aléa social s'en dégagent.

Certains invoquent l'intérêt pécuniaire personnel des associés. Les associés, parce qu'ils courent un risque du fait de leur mise initiale et de leur vocation aux bénéfices et aux pertes, ont un droit de contrôle sur les affaires sociales, qui leur permet de s'assurer de la bonne utilisation de leur apport. Le droit de vote est ainsi conçu comme la garantie de leurs intérêts pécuniaires. Pour

---

<sup>563</sup> V. *supra* n° 4.

<sup>564</sup> V. notamment J.-P. BERTREL, « Le débat sur la nature de la société », in *Mélanges A. Sayag*, Litec 1997, p. 131.

<sup>565</sup> *Infra* n° 132.

un auteur, à titre d'exemple, « *il est de la plus élémentaire logique que le propriétaire d'une quote-part du capital et des intérêts qui y sont attachés ait en main l'instrument nécessaire pour surveiller leur productivité et au besoin assurer leur défense ; cet instrument c'est le droit de vote que le législateur a créé tout exprès pour procurer à l'actionnaire l'arme défensive des droits pécuniaires qu'il a dans la société* »<sup>566</sup>.

D'autres mettent en avant l'alignement des intérêts des associés du fait de l'aléa subi. Chacun assume l'aléa social et l'intérêt de tous réside, en conséquence, dans le bon fonctionnement de la société. L'attribution du droit de vote aux associés garantit que les décisions sont adoptées en considération de « l'intérêt social ». David, initiateur de cette théorie, expose ainsi : « *Le législateur n'accorde ce droit qu'aux personnes qu'il peut présumer personnellement intéressées à la sauvegarde de l'intérêt que leur vote devra protéger* », « *le fondement du droit de vote n'est pas, de fait, l'intérêt exclusif du votant : c'est la préoccupation vraisemblable que l'on suppose au votant de voir conserver et s'accroître un intérêt qui est placé sous sa garde, confié à sa gestion* »<sup>567</sup>. Cette thèse ne vise, le plus souvent, pas tant à justifier l'attribution du droit de vote qu'à expliquer dans quelle finalité il doit être exercé : « *(...) Le vote est une charge. Celle-ci doit être conférée en vue de l'intérêt social à ceux qui s'en acquittent bien* »<sup>568</sup>. Dans cette conception parfois qualifiée de « *finaliste* »<sup>569</sup> ou de « *fonctionnelle* »<sup>570</sup>, l'attribution du droit de vote est là encore justifiée par l'aléa subi par l'associé et, en cela, ces deux théories ne sont pas inconciliables.

**94. – Les autres fondements.** Le recours à la notion d'aléa n'est cependant pas le seul fondement à l'attribution du droit de vote qui ait été proposé. Ainsi, pour Monsieur Viandier, « *c'est (...) la participation à un groupement organisé qui constitue le véritable fondement du droit d'intervention dans les affaires sociales* »<sup>571</sup>. Au support de cette affirmation, il est avancé que le droit d'intervention reconnu aux associés n'est pas propre à la société. La même organisation caractérise de nombreux groupements, comme l'association, l'indivision, le syndicat de copropriétaires, le groupement d'intérêt économique, la communauté légale<sup>572</sup>... Pourtant, une telle constatation ne semble pas

---

<sup>566</sup> A. TAMBOISE, *Des moyens juridiques pour assurer la stabilité du contrôle dans les sociétés par actions, ou de la défense des sociétés par actions contre les immixtions étrangères ou indésirables*, Ed. A. Rousseau, 1929, p. 336. V. égal. P. CORDONNIER, « L'actionnaire peut-il céder son droit de vote ? », *préc.*, spéc. n° 12 : « *Pourquoi l'actionnaire est-il admis à faire entendre sa voix dans les assemblées, sinon, en définitive, pour être en mesure de contrôler l'emploi ou l'usage des biens mis en commun ou plus précisément encore et avant tout, afin de pouvoir veiller à la conservation et au bon rendement de son apport personnel ?* » ; J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *ouvr. préc.*, n° 194 et s. ; plus récemment, H. HOVASSE, « Coup d'arrêt à la désacralisation du droit de vote ? », *Dr. sociétés* mai 1999, p. 3, « *Ce n'est qu'un instrument. Pour quelle utilité ? Pour la garantie des droits pécuniaires de l'associé* ».

<sup>567</sup> R. DAVID, « Le caractère social du droit de vote », *ouvr. préc.*

<sup>568</sup> E. GAILLARD, *préc.*, p. 56. V. égal. G. ROUJOU DE BOUBEE, *Essai sur l'acte juridique collectif*, LGDJ, 1961, p. 145 et s.

<sup>569</sup> J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *ouvr. préc.*, n° 194 et s.

<sup>570</sup> F. CASTRES SAINT-MARTIN-DRUMMOND, *Les sociétés dites holdings*, th. Paris 2, 1993, n° 578 ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 24 et s.

<sup>571</sup> A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 188.

<sup>572</sup> *Ibid.*

de nature à justifier l'attribution du droit de vote aux associés. Elle permet d'expliquer pourquoi la société s'est dotée de la structure qui est la sienne, c'est-à-dire d'un système d'assemblée généralement dominé par la loi de la majorité<sup>573</sup>. Tous les groupements, en effet, lorsqu'ils atteignent une certaine taille, se voient contraints d'adopter une organisation semblable. Dans les groupements de petite ampleur qui pourraient se passer d'une telle structure, l'aspect pratique prend le plus souvent le pas, la loi majoritaire favorisant leur dynamisme et permettant de passer outre l'inaction de certains membres. Il en est ainsi dans les sociétés comme dans d'autres groupements. C'est d'ailleurs pour cette raison que la jurisprudence est parfois amenée à appliquer certaines dispositions du droit de sociétés à des organismes autres<sup>574</sup>. Ce constat ne nous semble pas permettre cependant d'expliquer pourquoi le droit de vote est octroyé aux associés et non à d'autres participants. Il leur est attribué parce qu'ils sont « membres » du groupement. Mais pourquoi se voient-ils reconnaître ce statut de membre ? Pourquoi un salarié ou un créancier ne pourrait-il se voir conférer cette qualité ? Ne participent-ils pas également à un groupement organisé ? Le constat de l'existence d'une organisation similaire dans des groupements divers ne permet pas de répondre à ces interrogations. Au contraire, on observe que dans chaque groupement, l'attribution du droit de vote obéit à des considérations différentes. Ainsi, dans une association, les sociétaires se voient reconnaître un droit d'intervention, généralement un droit de vote<sup>575</sup>, car ils sont censés avoir consenti à l'objectif que l'association se propose de poursuivre<sup>576</sup>. Cependant, tous les membres cotisants ne se voient pas attribuer le droit de vote en assemblée générale, tandis que d'autres en bénéficient sans payer de cotisation<sup>577</sup>. Quant à l'indivision, si l'organisation est moins élaborée, il est également fait recours à la loi de la majorité : en dehors des actes conservatoires, la plupart des décisions sont prises à la majorité des deux tiers des droits indivis<sup>578</sup>. Ce qui justifie l'attribution d'un pouvoir décisionnel aux indivisaires est alors la défense de leur droit de propriété. Ces différences entre les deux groupements justifient que l'on attend d'un sociétaire que son vote soit exercé dans l'objectif défini par les statuts de l'association, tandis que l'on admet qu'un indivisaire agisse dans son

---

<sup>573</sup> Sur l'utilisation de la règle majoritaire dans les groupements, V. B. DONDERO, *Les groupements dépourvus de personnalité juridique en droit privé – Contribution à la théorie de la personnalité morale*, Préf. H. Le Nabasque, PUAM, 2006, n° 15 et s.

<sup>574</sup> Notamment aux associations, V. par exemple, Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 29 nov. 1994, n° 92-18018, *Bull. civ. I* 1994, n° 344, p. 248 ; *RTD com.* 1996, p. 86, obs. E. ALFANDARI et M. JEANTIN, *Rev. sociétés* 1995, p. 318, note Y. GUYON ; Cass. civ. 3<sup>ème</sup>, 20 juin 2001, *Bull. civ. III*, n° 79, p. 60 sur l'augmentation des engagements des sociétaires.

<sup>575</sup> V. Y. GUYON, « Les insuffisances dans les conditions normales de fonctionnement de l'association », in *Les insuffisances de la démocratie à l'égard des membres de l'association*, Colloque du 8 juin 2001 organisé par le Centre de recherche de droit des affaires de l'Université de Paris I, *Rev. sociétés* 2001, p. 735.

<sup>576</sup> V. par exemple l'instruction fiscale du 15 sept. 1998, BOI 4 H-5-98 § 43 qui considère comme des sociétaires ceux qui ont « souscrit une adhésion présentant réellement un caractère de permanence ». V. égal. A. BECQUART, « La notion de membre d'une association », *Juris associations* 1998, n° 175, p. 24.

<sup>577</sup> P. HOANG, *La protection des tiers face aux associations, Contribution à la notion de « contrat-organisation »*, Ed. Panthéon-Assas, 2002, préf. P. Didier, n° 16 et 405. V. T. MASSART, « La société sans apport », *Études de droit privé – Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, p. 289.

<sup>578</sup> Art. 815-3 C. civ.

intérêt personnel. Qu'en est-il dans la société ? Certes la structure d'assemblée se justifie par l'idée de groupement organisé, mais quel est le fondement de l'attribution du droit de vote aux associés précisément ?

### **b. L'aléa, fondement légal de l'attribution du droit de vote**

**95. – Présentation.** Le lien entre droit de vote et risque tend à être constamment remis en cause en pratique. La réduction du risque est évidemment un enjeu, les associés cherchant à limiter l'impact négatif que les affaires sociales pourraient avoir sur leur patrimoine. La consécration des sociétés à responsabilité limitée n'est-elle d'ailleurs pas née de cette aspiration<sup>579</sup> ? Mais le droit des sociétés continue de regarder l'attribution du droit de vote comme une conséquence du risque subi<sup>580</sup>. Il garantit d'abord que tout associé a effectué un apport. Il s'assure ensuite qu'étant apporteur, il supporte effectivement, et non seulement formellement, l'aléa social. Enfin, il garantit que l'associé ne vote qu'en considération de l'intérêt qui est le sien en tant qu'associé. Quelques exemples permettent d'illustrer ce propos.

**96. – Attribution du droit de vote et apport.** Notre droit des sociétés garantit en premier lieu que tout associé effectue un apport : le principe est clairement énoncé par l'article 1832 du Code civil. Certaines situations tangentes ont cependant parfois donné lieu à controverse. Et il est intéressant d'évoquer brièvement certaines de ces hypothèses où notre droit, ou son évolution, témoigne de ce lien entre apport et vote.

Ainsi en est-il en matière de libération des apports. Le porteur d'actions non libérées s'est engagé à procéder au versement des sommes dues. Comme tout actionnaire, il est donc apporteur et bénéficie des prérogatives sociales. Dans les sociétés par actions, lorsque l'apport est devenu exigible<sup>581</sup> et si l'actionnaire ne procède pas à la libération, ses actions pourront être cédées par la société qui se remboursera sur le prix de vente<sup>582</sup>. Dans l'attente de « l'exécution en bourse » (la vente

---

<sup>579</sup> J. PERROUD, « La condition de l'actionnaire », in *Mélanges G. Ripert*, t. II, LGDJ, 1950, p. 321. V. égal. L. JOUBERT, « Le principe de responsabilité limitée », *Bull. Joly* 2007, p. 225 ; P. SERLOOTEN, « L'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », *D.* 1985, chron. p. 187 : « Toute action comporte un risque. C'est à la fois la contrepartie de la chance d'un gain et la mesure de ce gain. À cet égard, le risque d'entreprendre est inhérent à toute activité professionnelle. On note cependant une évolution juridique importante : alors qu'à l'origine le débiteur payait avec sa vie, il n'a plus payé qu'avec sa liberté, puis avec tous ses biens, pour finir par ne payer qu'avec la perte de quelques actions ou parts sociales ».

<sup>580</sup> V. E. GAILLARD, *ouvr. préc.*, p. 58 : « La loi interdira (...) en principe la dissociation des droits financiers et du pouvoir de vote. Elle s'efforcera d'éloigner de l'assemblée tous ceux qui ne participent pas normalement aux risques sociaux ».

<sup>581</sup> Sur les modalités exactes, V. art. L. 228-27 et L. 225-3 C. com.

<sup>582</sup> Art. R. 228-25 C. com.



a lieu aux enchères publiques dans les sociétés non cotées)<sup>583</sup>, l'actionnaire défaillant est privé de certaines de ses prérogatives et notamment du droit de vote<sup>584</sup>. Cette disposition adoptée par la loi du 24 juillet 1966 a donné force légale à une règle auparavant souvent prévue statutairement<sup>585</sup>. Il surprenait, en effet, que des actionnaires n'ayant pas exécuté leurs engagements financiers prennent part aux assemblées. La règle témoigne ainsi du lien fort entre vote et apport. Remarquons pourtant que l'actionnaire défaillant continue de supporter l'aléa social : s'il est fautif, il demeure tenu de libérer son apport et si l'exécution en bourse ne suffisait pas à désintéresser la société, il serait tenu du surplus. Mais, au-delà de son aspect incitatif, cette disposition témoigne de la volonté du législateur d'éviter que des actionnaires ayant effectué un investissement minimal ne viennent troubler l'assemblée générale. Notons brièvement que cette règle n'a pas une portée générale. Elle ne s'applique pas, notamment, dans les SARL, alors que la loi du 15 mai 2001 a autorisé la libération d'un cinquième seulement des parts représentant des apports en numéraire lors de la souscription<sup>586</sup>. Aucune sanction n'est prévue<sup>587</sup> et on pourrait se demander quelle en est la raison. Il n'est pas certain en réalité qu'il faille rechercher une cohérence dans la loi entre les corps de règles applicables respectivement aux SA et aux SARL. On peut toutefois avancer que l'absence de privation du droit de vote dans les SARL se justifie par le caractère fermé de ce type de sociétés. *L'intuitus personae* rend inconcevable un mécanisme « d'exécution en bourse » telle qu'il existe dans les SA<sup>588</sup>, de même qu'une suspension du droit de vote de certains associés. Le recours à des procédés consensuels ou garantis par l'intervention judiciaire, permettant la réalisation de l'apport ou le retrait de l'associé, semble plus approprié. Dans les autres types de sociétés où la responsabilité est indéfinie cette règle n'a pas lieu d'être, puisque les associés supportent l'aléa social indépendamment de la réalisation de l'apport.

Le même souci de réserver le droit de vote aux seuls apporteurs transparaît dans l'évolution des règles relatives aux actions de jouissance dans les sociétés par actions. La légitimité de ces titres qui confèrent à leur titulaire un droit au dividende et un droit de vote alors que leur montant nominal a été remboursé, a longtemps été débattue. Deux types de titres doivent être distingués à cet égard. Certaines actions étaient autrefois attribuées aux actionnaires après une réduction de capital motivée par les pertes et étaient qualifiées d'actions de jouissance. Il a été

---

<sup>583</sup> L'actionnaire est privé de son droit de vote un mois après mise en demeure demeurée infructueuse de la société (art. R. 228-27 C. com.), tandis que la société peut procéder à la cession un mois après cette même mise en demeure demeurée infructueuse (art. L. 228-27 C. com.).

<sup>584</sup> Art. L. 228-29 C. com.

<sup>585</sup> V. *supra* n° 43.

<sup>586</sup> Art. L. 223-7 C. com. (Un quart en cas d'augmentation de capital : L. 223-32 C. com.).

<sup>587</sup> P. LE CANNU, « Les apports à une SARL et la libération du capital des sociétés à capital variable », *Rev. sociétés* 2001, p. 633. V. égal. J.-PH. DOM, « Les dispositions relatives à la libération du capital des SARL et des sociétés à capital variable : article 124 de la loi no 2001-420 du 15 mai 2001 », *Bull. Joly* 2001, p. 758.

<sup>588</sup> Art. L. 228-27 C. com.

jugé que de tels titres ne pouvaient conférer un droit de vote<sup>589</sup>. La réduction du capital matérialise en effet la disparition d'une partie des apports effectués par les associés. Les actions anciennes, qui étaient la contrepartie d'un apport, ont été annulées, tandis que les actions nouvellement créées n'ont plus aucune contrepartie. Il serait inexact de soutenir au contraire que ces actions se substituent aux actions anciennes et que l'apport initialement effectué justifie l'attribution du droit de vote au titulaire d'actions de jouissance<sup>590</sup>. Le droit de vote n'est pas attribué à ceux qui ont initialement fait un apport, mais à ceux qui ont fait un apport qui continue d'être comptabilisé dans le capital social et qui assument de ce fait un risque social. L'apport qui a été annulé ou remboursé n'est plus un apport. Ce serait sinon nier la finalité de la réduction de capital pour pertes, qui est d'assainir le bilan social. Ce défaut d'apport explique que l'emploi du terme « action » pour ces titres ait été contesté : il s'agit en réalité de parts de fondateurs<sup>591</sup> dont la création est désormais prohibée<sup>592</sup>. Aussi le terme d'actions de jouissance est-il aujourd'hui réservé à une autre catégorie de titres : les actions dont le montant nominal a été remboursé aux actionnaires du fait de « l'amortissement du capital »<sup>593</sup>. Contrairement à une réduction de capital, l'amortissement se traduit par un remboursement de la valeur nominale des titres sans que le capital ne diminue. Le montant de l'apport est remboursé à l'actionnaire sur les bénéfices ou les réserves. La question de savoir si l'action en jouissance doit conférer le droit de vote a longtemps été controversée. La loi du 24 juillet 1966 a tranché puisqu'elle prévoit que « le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins »<sup>594</sup>. Cette solution se justifie formellement puisque les apports effectués demeurent comptabilisés dans le capital social. Le capital n'a pas été réduit, les actions n'ont pas été rachetées : l'actionnaire demeure donc apporteur. Cette seule justification formelle ne saurait cependant satisfaire<sup>595</sup>. L'amortissement est généralement considéré comme un « versement anticipé fait à l'actionnaire sur sa part dans la liquidation »<sup>596</sup>. Il faudrait en déduire que si la

---

<sup>589</sup> Colmar, 24 mars 1939, *JCP* 1940, II, 1420, note R.M. ; *S.* 1940, 2, p. 12, note H.R. ; *Journ. sociétés* 1939, p. 539, note D.B. ; TC Seine 23 oct. 1950, *D.* 1951, 320 ; *JCP* 1951, 2, 6342, note D. BASTIAN : « Attendu que pour voter, il faut être actionnaire, c'est-à-dire propriétaire d'actions dont la valeur nominale se trouve représentée à l'actif ; Attendu que c'est en raison des pertes subies par elle que la société a (...) réduit son capital et supprimé les actions sans contrepartie à l'actif social ; qu'elle a créé en contrepartie des actions de jouissance ; que ces actions sont nécessairement, comme celles auxquelles elles ont été substituées, sans représentation au bilan ; que leur porteur ne sont donc pas actionnaires ».

<sup>590</sup> *Contra*, P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 13.

<sup>591</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1538 ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 13.

<sup>592</sup> Art. L. 228-4 C. com.

<sup>593</sup> Art. L. 225-198 et s. C. com.

<sup>594</sup> Art. L. 225-122 C. com.

<sup>595</sup> V. P. LEDOUX, *préc.*, n° 36 ; J. VALERY, « Les actions de jouissance », *Revue générale de droit et de législation* 1906, p. 32 et s. et p. 121 et s., spéc. p. 130.

<sup>596</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1539. Cette théorie est proche de celle qui visait à faire de l'amortissement un remboursement anticipé du capital : V. J. VALERY, *art. préc.* ; J. PERROUD, « Encore un mot sur l'amortissement des actions », *Annales de droit commercial* 1907, p. 435 ; C. FERRY, « Les nouveaux rôles des actions de priorité amortissables », *Dr. et patrimoine* mars 1994, p. 29. Une autre analyse consiste à considérer le versement effectué comme une distribution exceptionnelle de bénéfice (V. en ce sens, S. DANA-DEMARET, *Le capital social*, Litec, 1989, préface Y. Reinhard,

société connaissait des pertes au moment de la liquidation, le titulaire d'actions de jouissance devrait rembourser l'avance perçue<sup>597</sup>. Il demeure donc apporteur. L'actionnaire conserve en outre un droit sur les réserves puisqu'il n'a perçu que la valeur nominale de son action. Il a droit, par ailleurs, au *boni* de liquidation. De la même manière, s'il ne bénéficie pas du premier dividende qui correspond à la rémunération de la somme dont l'actionnaire s'est dépossédé<sup>598</sup>, il perçoit le superdividende. Il continue ainsi de subir l'aléa social.

La situation du titulaire d'actions de jouissance peut ainsi être rapprochée de celle de l'actionnaire n'ayant pas encore procédé à la libération de ses actions. Ce dernier jouit du droit de vote puisqu'il peut être considéré comme apporteur de par le versement qu'il aura à effectuer. Il s'est engagé à effectuer un apport, qui est déjà comptabilisé dans le capital social, même si celui-ci n'est pas mis à la disposition effective de la société. À son image, le titulaire d'actions de jouissance continue de jouir de la qualité d'apporteur et subit, comme le porteur d'actions de capital, l'aléa social.

**97. – Attribution du droit de vote et aléa.** La loi assure ainsi que le droit de vote est attribué aux seuls apporteurs. Elle garantit également que les apporteurs subissent effectivement l'aléa social en participant aux pertes et aux bénéfices. C'est là le principe d'interdiction des clauses léonines, encore que son champ d'application exact soit contesté<sup>599</sup>. L'article 1844-1 lie quoi qu'il en soit qualité d'associé et aléa, et non directement droit de vote et aléa. D'autres exemples permettent de mieux illustrer cette relation.

La situation des créanciers est significative à cet égard. Le droit de vote leur est ainsi systématiquement refusé, alors qu'historiquement, il n'était pas rare qu'ils disposent d'un droit de

---

n° 264 ; E. THALLER, « A propos des actions de jouissance », *Journ. sociétés* 1906, p. 481 ; P. MARIA, *Études sur les actions de jouissance et l'amortissement du capital dans les sociétés par actions*, avant-propos de E. Thaller, éd. A. Rousseau, 1905). Dans ce cas, l'apport est intact et l'attribution du droit de vote serait justifiée. On peut cependant aujourd'hui douter de la pertinence de cette conception dans la mesure où l'actionnaire n'a pas droit au remboursement de la valeur nominale de son action et où le versement est effectué non à l'usufruitier mais au nu-propriétaire. Une troisième théorie « mixte » a également été développée : V. G. RIPERT, « Quelques mots sur la nature juridique de l'amortissement des actions », *Annales de droit commercial* 1907, p. 372. V. sur cette question : M. DIENER, « Les actions de priorité amortissables », in *Dix ans de droit de l'entreprise*, Librairies techniques, 1978, p. 161, spéc. n° 16 et s.

<sup>597</sup> V. E. THALLER, « A propos des actions de jouissance », *art. préc.* ; J. VALERY, *art. préc.*, spéc. p. 136. Et admettant que le porteur est tenu de rapporter la somme qu'il a reçue, dans ses rapports avec les autres actionnaires seulement et non à l'égard des créanciers : G. RIPERT, « Quelques mots sur la nature juridique de l'amortissement des actions », *art. préc.* *Contra*, J. PERROUD, *art. préc.* V. égal. sur la question : E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, t. 2, 4<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1931, n° 327 ; M. DIENER, *art. préc.*

<sup>598</sup> Les actions non libérées n'ouvrent pas non plus droit au premier dividende : art. L. 232-16 C. com.

<sup>599</sup> V. *infra* n° 243 et s.

participation dans les affaires sociales<sup>600</sup>. Et c'est l'aléa social qui départit clairement associés et créanciers. Il peut arriver en effet que la distinction entre associé et créancier prête à discussion, la distinction de l'apport d'une créance ordinaire étant parfois délicate. La jurisprudence s'efforce alors de veiller à ce que ceux qui ont exercé un pouvoir effectif dans les affaires sociales contribuent aux pertes. C'est parfois le raisonnement inverse qui est tenu : ceux qui se sont vu refuser tout droit d'intervention ne peuvent être qualifiés d'associé et être tenus d'assumer les pertes<sup>601</sup>. L'examen de l'aléa social ou du droit d'intervention permettra ainsi de requalifier un contrat de prêt en société, ou au contraire de disqualifier un contrat de société.

Mentionnons encore que si les créanciers ne se voient jamais conférer un droit de vote<sup>602</sup>, leurs possibilités d'intervention dans la gestion sociale se mesurent à l'aune de l'aléa qu'ils supportent au sein de la société. Ainsi, les créanciers ordinaires se voient refuser une telle possibilité d'intervention. Les juges tendent cependant à leur réserver un droit de contrôle minimal par la possibilité qui leur est accordée de demander, dans certaines circonstances, la nomination d'un contrôleur de gestion<sup>603</sup>. Mais leur droit d'intervention s'accroît au fur et à mesure que la situation sociale se dégrade et que le risque de non-paiement s'aggrave. Alors, les associés peuvent être dessaisis<sup>604</sup> tandis que les créanciers bénéficient d'un pouvoir nouveau, un droit de contrôle qui ne leur appartient pas en temps normal<sup>605</sup>, que ce soit par l'intermédiaire du mandataire judiciaire, du contrôleur ou du comité de créanciers<sup>606</sup>. Si ce pouvoir a perdu de sa force au fil des réformes successives des procédures collectives<sup>607</sup>, leur participation et leur représentation, y compris celle des obligataires<sup>608</sup> et des salariés<sup>609</sup>, demeurent organisées. Des acteurs plus intéressés bénéficient de possibilités d'intervention plus fortes. Tel est le cas des salariés, nous l'avons vu, qui bénéficient d'un droit d'information et de contrôle par le biais de

---

<sup>600</sup> V. A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 357 ; H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 193. V. égal. CH. LYON-CAËN et L. RENAULT, *ouvr. préc.*, t. 2, 3<sup>ème</sup> éd., n° 844 : « *Les assemblées ne comprennent que des actionnaires. Les obligataires ne pourraient y participer avec voix délibérative ou consultative qu'en vertu d'une clause formelle des statuts* ».

<sup>601</sup> V. *supra* n° 61.

<sup>602</sup> V. *supra* n° 34

<sup>603</sup> V. Cass. com. 10 janv. 1972, n° 70-11161, *Bull. civ. IV* 1972, n° 13, p. 12 ; *JCP* 1972, II, 17134, note Y. GUYON ; *RTD com.* 1972, p. 644, n° 6, obs. R. HOUIN ; *Rev. sociétés* 1973, p. 118 note M.-A. COUDERT ; Cass. com. 7 juin 1988, 86-18955 ; *Bull. Joly* 1988, p. 581, n° 188 ; *Rev. dr bancaire* 1988, p. 172, note M. JEANTIN et A. VIANDIER ; Cass. com. 19 déc. 1989, n° 88-15270, *Dr. sociétés* 1990, comm. n° 157, note E.L.

<sup>604</sup> Art. L. 641-9 I C. com.

<sup>605</sup> Ainsi, aux États-Unis, alors que certains États autorisent les sociétés à conférer un droit de vote aux obligations, cette pratique est très peu usitée. Lorsque cette possibilité est utilisée, c'est généralement pour permettre aux obligataires de voter lorsque la société connaît des difficultés financières. V. notamment F. H. EASTERBROOK et D. R. FISCHER, « Voting in Corporate Law », *Journal of law and economics* 1983, vol. 26, n° 2, p. 395, spéc. p. 399 et p. 404 et s.

<sup>606</sup> V. *supra* n° 34.

<sup>607</sup> V. Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 2, 8<sup>ème</sup> éd., n° 1027. V. G. RIPERT et R. ROBLOT, par P. DELEBECQUE et M. GERMAIN, *Droit commercial*, t. 2, 17<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2004, n° 2808.

<sup>608</sup> Art. L. 228-86 et s. C. com.

<sup>609</sup> Art. L. 621-4 al. 2, L. 631-9 al. 1 et L. 641-1 II al. 4 C. com. sur le représentant des salariés ; Art. L. 2323-44 C. trav. sur le rôle actif du comité d'entreprise ou des délégués du personnel.

leur représentant<sup>610</sup>. Tel est le cas encore des obligataires qui disposent d'un droit de même nature<sup>611</sup>. Les porteurs de titres participatifs, qui courent un risque proche de celui assumé par les associés – puisqu'ils ne sont remboursés qu'à la liquidation de la société, et après les créanciers privilégiés et chirographaires et les prêts participatifs<sup>612</sup> et que leur rémunération comprend une partie fixe et une partie variable liée à l'activité sociale – bénéficient d'une protection plus poussée puisqu'ils disposent d'un droit individuel de communication des documents sociaux « *dans les mêmes conditions que les actionnaires* »<sup>613</sup> et leurs représentants, pouvant assister aux assemblées générales, doivent être consultés sur toutes les questions inscrites à l'ordre du jour. Cela « *confirme le lien étroit qui unit au risque d'entreprise le pouvoir de contrôle ou, comme on dit, par métonymie, le droit de vote* »<sup>614</sup>. L'aléa apparaît ainsi comme la mesure du droit d'intervention. Mais seul l'aléa social justifie l'attribution du droit de vote, droit d'intervention le plus abouti.

**98. – Attribution du droit de vote et pluralité d'intérêts.** Lorsque celui qui entend voter a effectué un apport et participe effectivement aux bénéfices et aux pertes, la loi s'assure encore que l'associé vote en considération de l'intérêt dont il est porteur en cette qualité. Sa décision doit être motivée par le risque qu'il supporte en tant qu'associé et non par des considérations extérieures. Les règles relatives aux conflits d'intérêts d'une part et à l'autocontrôle d'autre part illustrent cette préoccupation.

En s'intéressant aux conflits d'intérêts, le législateur a entendu garantir que les prétentions personnelles d'un associé, c'est-à-dire celles qui ne résultent pas du risque qu'il subit en cette qualité, ne puissent influencer sur la prise de décision. Deux cas peuvent être distingués<sup>615</sup>. En premier lieu, l'associé qui a un intérêt personnel à l'adoption d'une décision, autre que celui qui résulte de l'aléa social, est le plus souvent privé de son droit de vote. La loi française n'interdit pas aux associés, ou aux dirigeants, toute prise d'intérêt dans une opération sociale, contrairement à certaines législations étrangères<sup>616</sup>. Les cas de privation n'en demeurent cependant pas moins nombreux et éloquents. Il en est ainsi en matière de conventions réglementées<sup>617</sup>, d'évaluation des apports en nature<sup>618</sup>, d'avantages particuliers<sup>619</sup>, de cession d'un bien par un actionnaire à la

---

<sup>610</sup> V. *supra* n° 32.

<sup>611</sup> V. *supra* n° 34.

<sup>612</sup> *Ibid.*

<sup>613</sup> Art. L. 228-37 C. com.

<sup>614</sup> P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, 3<sup>ème</sup> éd., coll. Thémis, PUF, 1999, p. 312.

<sup>615</sup> Cette distinction est faite par D. SCHMIDT, dans *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 85.

<sup>616</sup> Pour l'Angleterre par exemple : B. PETTET, *Company law*, 2<sup>nd</sup> ed., Longman Law Series, 2005, p. 166 et s.

<sup>617</sup> L. 225-38 et s. et L. 225-86 et s. dans les SA ; L. 223-19 et s. dans les SARL ; L. 227-10 et s. dans les SAS ; L. 226-10 dans les SCA.

<sup>618</sup> L. 225-10 et L. 225-147 C. com. dans les SA, les SCA, les SAS.

<sup>619</sup> L. 225-10 et L. 225-147 C. com. dans les SA.

société dans les deux ans de son immatriculation dans les SA<sup>620</sup>, de la suppression du droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital réservée à une ou des personnes nommément désignées<sup>621</sup>, du rachat des droits d'un associé aux termes de l'article L. 235-6 al. 2. Remarquons que la même idée sous-tend encore le dispositif relatif à la représentation en assemblée dans les sociétés anonymes. Les personnes pouvant être titulaires d'un mandat de vote sont en effet traditionnellement limitées par la loi française, même si la transposition de la directive européenne *sur l'exercice de certains droits des actionnaires*<sup>622</sup> a conduit la France à élargir l'accès au vote par procuration dans les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé et dans certaines sociétés dont les titres sont admis sur un système multilatéral de négociation organisé<sup>623</sup>. Or la raison de ce dispositif restrictif réside dans la volonté d'empêcher que des tiers puissent troubler les assemblées en votant au nom d'un associé mais en considération d'un intérêt personnel<sup>624</sup>. En second lieu, il est des circonstances où le vote des associés ne suffit pas à l'adoption d'une décision et doit être complété par un autre processus décisionnel. C'est parfois l'absence d'alignement des intérêts des associés qui en est la cause : l'aléa subi à l'occasion de la décision n'est pas le même pour tous. Aussi dans les sociétés par actions, l'assemblée ne peut-elle modifier les droits attachés à une catégorie particulière d'actions. Pour ce, l'approbation de l'assemblée spéciale des titulaires de ces titres est nécessaire<sup>625</sup>. Il peut arriver, dans d'autres cas, que l'aléa subi par les associés ne suffise plus à justifier l'adoption d'une décision car d'autres intérêts sont en jeu. Une illustration se trouve dans la règle posée par l'article 1836 al. 2 du Code civil aux termes duquel « *en aucun cas, les engagements d'un associé ne peuvent être augmentés sans le consentement de celui-ci* ». Ici, le seul risque social couru du fait de la réalisation d'un apport par l'associé ne suffit plus à légitimer le pouvoir de décision octroyé aux associés. La décision majoritaire, expression de la volonté de la collectivité des associés, devient inopérante.

Le sort du droit de vote en cas d'autocontrôle, direct ou indirect, illustre encore cette idée. Dans les sociétés par actions, l'autodétention au sens strict du terme, c'est-à-dire le rachat par la société de ses propres actions est aujourd'hui<sup>626</sup> admis sous certaines conditions<sup>627</sup>. Une société ne

---

<sup>620</sup> Art. L. 225-101 C. com.

<sup>621</sup> Art. L. 225-138 I al. 1.

<sup>622</sup> Au niveau européen et en ce qui concerne les sociétés cotées, une autre approche a été adoptée partant du postulat « *qu'un bon gouvernement d'entreprise, nécessite un système de procuration souple et efficace* ». Il est admis cependant que les États membres puissent prendre des mesures appropriées afin de garantir que « *le mandataire ne poursuit pas un intérêt autre que celui de l'actionnaire* ». V. Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires dans les sociétés cotées*, considérant 10 et art. 10 et s.

<sup>623</sup> Art. L. 225-106 C. com.

<sup>624</sup> Par ex., PH. MERLE, *ouvr. préc.*, n° 469.

<sup>625</sup> Art. L. 225-99 C. com. V. CL. CHAMPAUD, « Les catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », in *Mélanges Jeantin*, Dalloz, 1999 ; M. JEANTIN, « Observations sur la notion de catégorie d'actions », *D.* 1995, p. 88.

<sup>626</sup> Pour une présentation de l'évolution de la législation : H. BLAISE et M. GERMAIN, « Le rachat de ses actions par une société – comparaison franco-allemande », *Mélanges D. Tallon*, Société de législation comparée, 1999, p. 209 ; D. LACHAT, « L'autocontrôle après l'amendement Dailly », *Les Petites aff.* 12 déc. 1990, p. 5 et « Les

peut cependant détenir plus de 10 % de ses propres actions ou d'une catégorie déterminée d'actions<sup>628</sup>. Il est prévu, par ailleurs, que « les actions possédées par la société (...) sont privées de droit de vote »<sup>629</sup> et celles-ci ne sont pas prises en compte dans le calcul du quorum<sup>630</sup>. Quant aux participations réciproques, une société par actions dont plus de 10 % du capital est détenu par une autre société par actions, ne peut pas posséder d'actions de cette dernière. En cas de dépassement de ce seuil, la situation doit être régularisée. La société devant aliéner sa participation ne peut alors exercer le droit de vote attaché à ces actions<sup>631</sup>. Il est également prévu pour tenir compte des participations indirectes, que lorsque les actions d'une société sont possédées par une ou plusieurs sociétés dont cette première détient le contrôle, les droits de vote attachés à ces actions ne peuvent être exercés<sup>632</sup>. Dans les cas d'autodétention, la société qui détient ses propres actions a formellement effectué un apport. Pourtant, quel intérêt pourrait défendre la société dans ses propres assemblées ? Elle ne pourrait mettre en avant un intérêt qui lui serait propre. On ne peut affirmer non plus que son intérêt est aligné sur celui des autres actionnaires. Son vote n'aboutirait, de fait, qu'à amplifier le pouvoir des actionnaires de contrôle et « au final, les minoritaires financeraient la manœuvre les évinçant du pouvoir »<sup>633</sup>. Rien ne justifie ainsi l'attribution du droit de vote à la société détenant ses propres actions. La situation de la société qui a mis en place un système de participations réciproques qui lui permettrait de contrôler l'exercice des droits de vote de sa filiale au sein de ses propres assemblées est similaire. Le vote de la dernière est alors déterminé par la première, et plus précisément par ses dirigeants<sup>634</sup>.

**99. – Conclusion.** Ainsi, si le législateur n'a jamais posé un principe explicite liant vote et aléa, ces exemples tirés de domaines variés du droit des sociétés nous paraissent souligner son souci de n'octroyer le droit de vote qu'aux seules personnes subissant effectivement l'aléa social<sup>635</sup>. Il convient, à ce stade, d'examiner la justification de cette constatation.

---

cascades d'autocontrôle : une réponse à l'amendement Dailly », *Quotidien juridique* 22 déc. 1990, p. 7. V. égal. D. DE PARIENTE et D. BARIANI, « Les actions autodétenues », *Bull. Joly* 2001, p. 130 ; J. RICHARD, « Participations croisées et autocontrôle après la loi n° 89-531 du 2 août 1989 », *JCP éd. N* 1990, n° 6, I, p. 55 ; COB, *Dossier récapitulatif sur le rachat d'actions*, 24 juill. 2000, disponible sur le site <http://www.amf-france.org>.

<sup>627</sup> L'achat d'actions par un prête-nom de la société est en revanche interdit, par ex. Cass. 1<sup>ère</sup> civ. 17 déc. 2009, n° 08-12.344, *Bull. civ. I* 2009, n° 255 ; *BRDA* 2/2010, p. 2.

<sup>628</sup> Art. L. 225-209 et L. 225-210 C. com.

<sup>629</sup> Art. L. 225-210 al. 4 et art. L. 225-111 C. com. dans les SA.

<sup>630</sup> Cette règle semble s'appliquer à toutes les sociétés par actions, y compris la SAS. Sur cette question : R. MORTIER, *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, préf. J.-J. Daigre, Dalloz, 2003, n° 477 ; A.-S. PEIGNELIN, *L'achat par une société de ses propres titres*, th. Paris 2, 2002, n° 184 et s.

<sup>631</sup> Art. L. 233-29 C. com.

<sup>632</sup> Art. L. 233-31 C. com.

<sup>633</sup> R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 478.

<sup>634</sup> Sur l'aléa social, V. *infra* n° 435. Sur les difficultés soulevées par les situations d'autocontrôle et les solutions proposées, V. *infra* n° 277 et s. et n° 534 et s.

<sup>635</sup> E. GAILLARD, *ouvr. préc.*, p. 57 : « La participation aux risques est l'élément principal de "l'affectio societatis" chez les

## 2. La justification du lien entre aléa et droit de vote

**100. – Présentation.** Une fois constatée la nécessité d'un système d'assemblée permettant la formation des décisions sociales<sup>636</sup>, l'attribution du droit de vote suppose le respect de plusieurs impératifs. En premier lieu et d'un point de vue strictement pratique, le bon fonctionnement social nécessite l'attrait des associés, apportant à la société capital et savoir-faire. En second lieu, la formation des décisions sociales doit respecter un processus légitime qui puisse valablement justifier que la volonté exprimée lie l'ensemble des votants. Enfin, le bon fonctionnement de « l'entreprise sociale » doit être garanti : les décisions adoptées doivent être aptes à satisfaire l'ensemble des intérêts en présence et permettre le fonctionnement optimal de la société en considération de l'objet qui est le sien.

**101. – Une garantie contre l'aléa social.** L'attribution du droit de vote doit répondre, en premier lieu, à un impératif d'ordre pratique. Un associé dont ni la rémunération ni le remboursement de l'apport n'est garanti, et qui voit en outre son patrimoine personnel engagé dans certaines formes sociales, ne consentirait pas à entrer en société s'il ne lui était octroyé un droit de contrôle, dont le vote est le moyen d'exercice le plus efficace. Dans l'exemple précité de la *Compagnie hollandaise des Indes orientales*<sup>637</sup>, alors que les actionnaires étaient dépourvus de tout pouvoir d'intervention effectif, la menace d'un retrait massif ou d'une cession massive d'actions a conduit à une adaptation organisationnelle et à la reconnaissance d'un droit de contrôle à leur profit. Dans ce contexte, « pourquoi l'actionnaire est-il admis à faire entendre sa voix dans les assemblées, sinon, en définitive, pour être en mesure de contrôler l'emploi ou l'usage des biens mis en commun ou plus précisément encore et avant tout, afin de pouvoir veiller à la conservation et au bon rendement de son apport personnel ? »<sup>638</sup>. Cette constatation vaut pour les sociétés de grande taille cherchant à attirer les investisseurs. Elle vaut tout autant dans les sociétés de personnes, notamment les sociétés à responsabilité illimitée, de la participation auxquelles les associés font souvent métier et où l'idée de contrat demeure prégnante. Entre les deux, seul diverge le degré d'intervention des associés dans les affaires sociales. Ce qui est le plus souvent un véritable droit de participation à la gestion dans les sociétés à responsabilité indéfinie devient un simple droit de surveillance dans les sociétés de capitaux. Cette conception, expliquant le recours à la notion d'aléa par des considérations d'ordre pratique, n'est pas dépassée mais n'épuise pas la question du fondement de l'attribution du droit de vote. S'il est clair que la reconnaissance du droit de vote aux associés

---

*actionnaires. Elle présente une importance particulière parce que l'assemblée a pour mission essentielle le contrôle. Pour que celui-ci fonctionne bien, il faut qu'il soit exercé par ceux qui en ont besoin, c'est-à-dire par les propriétaires de l'actif social... le contrôle doit être là où est le risque. La loi interdira donc en principe la dissociation des droits financiers et du pouvoir de vote. Elle s'efforcera d'éloigner de l'assemblée tous ceux qui ne participent pas normalement aux risques sociaux ».*

<sup>636</sup> V. *supra* n° 94.

<sup>637</sup> V. *supra* n° 88.

<sup>638</sup> P. CORDONNIER, « L'actionnaire peut-il céder son droit de vote ? », *art. préc.*, spéc. n° 12.



s'impose, pourquoi seuls les associés se voient-ils reconnaître un tel droit ? Un tel système serait-il, par ailleurs, acceptable et durable s'il ne permettait un fonctionnement légitime de la société et s'il lésait certains intérêts en présence ?<sup>639</sup> D'autres impératifs, d'ordres formel et matériel sont à considérer.

**102. – Le fonctionnement de la structure sociale.** D'un point de vue formel, le système de vote doit permettre le bon fonctionnement de la « structure sociale ». On envisage ici essentiellement le cas des sociétés utilisant la loi majoritaire. Si l'on ne va pas jusqu'à affirmer en droit des sociétés que la volonté exprimée représente la volonté générale qui « *est toujours droite et tend toujours à l'utilité publique* »<sup>640</sup>, il n'en demeure pas moins que, dans ce système, les délibérations lient les votants majoritaires et minoritaires, de même que les absents et les abstentionnistes<sup>641</sup>. Peut-on légitimement tenir pour liés ceux qui se sont pourtant exprimés en défaveur d'une décision ? Dans un État, l'agrégation des volontés individuelles est censée permettre de dégager la volonté générale car chacun est présumé poursuivre le « *bien commun* ». Ainsi, si les volontés particulières peuvent s'égarer, « *ôtez de ces mêmes volontés les plus et les moins qui s'entredétruisent, reste pour somme des différences la volonté générale* »<sup>642</sup>. L'intérêt commun à tous justifie que le résultat de l'agrégation des volontés individuelles lie le peuple tout entier. De la même manière, dans une société, l'agrégation des volontés des votants n'a de sens que si ceux-ci peuvent être présumés avoir un intérêt commun. La fiction selon laquelle la volonté exprimée par l'assemblée est la volonté de tous perdrait sinon toute légitimité<sup>643</sup>. « *La loi majoritaire n'est acceptable ou légitime que là où l'on peut raisonnablement penser que ce qui est bon pour le majoritaire l'est aussi pour le minoritaire* »<sup>644</sup>. Il y aura bien sûr toujours opposition au sein des assemblées puisque la défense de l'intérêt poursuivi peut emprunter des voies diverses. L'important est cependant que la décision puisse être présumée poursuivre un intérêt commun à tous.

---

<sup>639</sup> J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *ouvr. préc.*, n° 33 : « Par le droit de vote, l'actionnaire agit non seulement sur sa mise, mais sur toutes les mises de ses coassociés. Son droit absolu sur un objet restreint devient un pouvoir imprécis sur un objet plus étendu : il gagne en extension ce qu'il perd en compréhension ».

<sup>640</sup> J.-J. ROUSSEAU, *Du contrat social*, Ed. Marc Michel Rey, 1762, p. 56.

<sup>641</sup> V. G. RIPERT, « La loi de la majorité dans le droit privé », *art. préc.* ; X. BOUCOBZA, « La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », *art. préc.*

<sup>642</sup> J.-J. ROUSSEAU, *ouvr. préc.*, p. 57.

<sup>643</sup> V. en matière de participation des salariés, L. GODON, « Des actionnaires, des dirigeants et des salariés de sociétés anonymes », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 433, spéc. p. 448.

<sup>644</sup> P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange : contrat de sociétés », *Rev. jur. com.* 1995, numéro spécial, *L'échange des consentements*, p. 74. V. égal. M. GERMAIN, « Les droits des minoritaires (droit français des sociétés) », *Rev. int. droit comparé* avril-juin 2002, vol. 54, n° 2, p. 401, spéc. n° 3 ; D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 108 ; A. WAHL, *ouvr. préc.*, n° 840, sur les assemblées des sociétés anonymes : « Ces réunions présentent ce caractère particulier que l'unanimité n'y est que rarement exigée. Elle aurait été, en raison du grand nombre des actionnaires, difficile à atteindre; d'autre part, l'identité des intérêts de tous les actionnaires a permis de penser que les absents pouvaient être, sans grande chance d'erreur, considérés comme ayant le même sentiment sur les questions portées à l'ordre du jour que les votants ».

Au sein des sociétés, cette unité se manifeste par l'aléa subi par les associés<sup>645</sup>. Chacun recherche une gestion optimale permettant de limiter le risque de perte et de maximiser les chances de gain ou d'économie. Cette communauté d'intérêts suppose que chaque votant subisse non seulement un aléa, mais encore un aléa de nature similaire. L'introduction de tiers en quelque qualité que ce soit, au sein des assemblées, trouble cet équilibre puisque ceux-ci, s'ils courent un risque, ne subissent pas, pour sûr, le risque d'associé. L'agrégation des volontés des votants n'aurait ainsi plus de sens. Il peut d'ailleurs arriver qu'au sein même des associés, les aléas subis, s'ils demeurent de nature similaire, ne soient pas exactement équivalents. Le législateur prend en compte ces situations et prévoit alors des traitements différenciés. Il en est ainsi dans les sociétés en commandite. Commandités et commanditaires subissent l'aléa social puisqu'ils sont tous intéressés aux bénéfices et aux pertes. Chacun ne récupèrera sa mise qu'une fois l'ensemble des créanciers désintéressés. La nature du risque est la même et justifie que les deux catégories d'associés prennent part au vote. Il n'en demeure pas moins que l'aléa respectivement subi n'est pas équivalent puisque seuls les commandités sont tenus indéfiniment. Dans les sociétés en commandite simple, l'article L. 222-9 prévoit alors que les modifications statutaires ne peuvent être décidées qu'à l'unanimité de tous les commandités et à la majorité en nombre et en capital des commanditaires. De la même manière, les dispositions en matière de cession de parts réservent un statut spécifique aux commandités<sup>646</sup>. Dans les sociétés en commandite par actions, l'article L. 226-11 prévoit que la modification des statuts exige l'accord de tous les commandités, sauf clause contraire. Le consentement des commandités est encore exigé en cas de transformation de la société en SA ou SARL<sup>647</sup>. L'instauration d'un système de double majorité permet la prise en compte de deux catégories d'intérêts de nature similaire mais non équivalentes. Un constat identique peut être fait dans les sociétés par actions lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actionnaires. Quand il s'agit de modifier les droits d'une catégorie particulière de titres, la décision de la majorité des actionnaires ne suffit plus. Il faut encore recueillir l'avis de l'assemblée spéciale<sup>648</sup>.

**103. – Le fonctionnement de l'entreprise sociale<sup>649</sup>.** Le simple fait que les associés exigent un droit d'intervention dans les affaires sociales en contrepartie de leur entrée en société et que le système majoritaire soit formellement cohérent ne suffit cependant pas à garantir la légitimité de

---

<sup>645</sup> V. E. GAILLARD, *ouvr. préc.*, p. 58 : « [La participation aux risques] présente une importance particulière parce que l'assemblée a pour mission essentielle le contrôle. Pour que celui-ci fonctionne bien, il faut qu'il soit exercé par ceux qui en ont besoin, c'est-à-dire par les propriétaires de l'actif social... Le contrôle doit être là où est le risque ».

<sup>646</sup> Art. L. 222-8 C. com.

<sup>647</sup> Art. L. 226-14 C. com.

<sup>648</sup> *Supra* n° 98.

<sup>649</sup> Le rapprochement de la société et de l'entreprise a été fait dès les années 1960 par les auteurs de l'École de Rennes. V. notamment CHAMPAUD (CL.), *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Sirey, 1962 ; PAILLUSSEAU (J.), *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, préf. M.Y. Loussouarn, Sirey, 1967.

l'aléa comme fondement de l'attribution du droit de vote. Encore faut-il que, sur le fond, le fondement choisi permette d'assurer le fonctionnement optimal de la société, en sus de considérations pratiques et formelles. Celui-ci suppose d'abord la réalisation de l'objet social. L'attribution du droit de vote aux associés le permet sans nul doute puisque l'objectif social est calqué sur celui des associés<sup>650</sup>. La bonne marche de la société passe également par la satisfaction des intérêts de diverses parties prenantes : clients, créanciers, salariés, partenaires commerciaux<sup>651</sup>... La question est alors de savoir si l'attribution du droit de vote aux associés permet de répondre à ces impératifs. Ces parties prenantes peuvent être définies comme les acteurs dont le soutien est nécessaire au bon fonctionnement de la société<sup>652</sup>. Leurs intérêts apparaissent en réalité comme des intérêts intermédiaires. L'accomplissement de l'objet social et la réalisation de l'objectif social, qui est de « *partager (un) bénéfice ou de profiter (d'une) économie* », présupposent leur satisfaction. En effet, la perception des bénéfices par les associés implique, par définition, le contentement préalable des diverses parties prenantes<sup>653</sup>. Les clauses d'intérêt fixe sont condamnées dans les sociétés commerciales du moins<sup>654</sup>, la distribution de dividendes fictifs est non seulement prohibée mais encore pénalement sanctionnée dans les sociétés où la responsabilité est limitée<sup>655</sup>. De la même manière, la récupération de leurs apports par les associés et la perception d'un éventuel *boni* signifient le règlement préalable du passif<sup>656</sup>. Les associés défendent ainsi un intérêt de long terme englobant les divers intérêts intermédiaires. On peut remarquer que cette idée a été intégrée par le droit anglais<sup>657</sup>. À l'occasion de la réforme du droit des sociétés opérée en 2006, les devoirs des dirigeants qui avaient jusqu'alors été dégagés par les juges, ont été consacrés par le législateur et la loi mentionne que ceux-ci doivent agir dans l'intérêt des associés. Il est précisé que, pour atteindre cet objectif, un certain nombre de considérations doivent être prises en compte : les effets probables de toute décision sur le long terme, l'intérêt

---

<sup>650</sup> « L'opération est entièrement tendue vers la réalisation et l'appréhension des avantages économiques générés par l'exploitation de l'investissement initial, dont la reprise n'est que le point d'orgue (en même temps que final). À ce moment, la réussite de l'entreprise se juge à l'effectivité et à l'ampleur de l'accroissement, en volume et/ou en valeur, des apports initiaux. » T. REVET, « L'acquisition du dividende (à propos de l'arrêt Ch. Com. 12 févr. 2008) », *Bull. Joly* 2008, p. 938.

<sup>651</sup> Sur cette question, v. F.-G. TREBULLE, « Stakeholders theory et droit des sociétés », *Bull. Joly* 2006, p. 1337 et 2007, p. 7. V. égal. PH. PORTIER, « Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires-dirigeants : vers de nouveaux paradigmes ? », *Mélanges Jeantet*, LexisNexis, 2010, p. 423. V. égal. H. HANSMANN et R. H. KRAAKMAN, « The end of history for corporate law », *GEO L. J.* janv. 2001, p. 439.

<sup>652</sup> V. dans la littérature anglo-saxonne : M.-B. HEMRAJ, « Corporate governance: rationalising stakeholder doctrine in corporate accountability », *Company Lawyer* 2005, 26(7), p. 211.

<sup>653</sup> Sur la perception des bénéfices au cours de la vie sociale et la garantie des droits des tiers, V. *infra* n° 127.

<sup>654</sup> Art. L. 232-15 C. com. V. égal. J. DERRUPPE, « Les clauses d'intérêt fixe », in *Mélanges J. Hamel*, Dalloz, 1961, p. 180.

<sup>655</sup> Art. L. 241-3 dans les SARL, L. 242-6 dans les SA, L. 243-1 dans les SCA, L. 244-1 dans les SAS, L. 244-5 dans les SE. La nécessité d'une telle disposition dans les sociétés à risque illimité n'est pas la même, les créanciers pouvant avoir accès au patrimoine personnel des associés : V. C. VOUTSIS, *La distribution de dividendes fictifs – Conséquences pénales et civiles*, LGDJ, 1965, p. 16 et p. 218 et s.

<sup>656</sup> Le raisonnement est le même lorsque les associés vendent leurs parts ou actions avant la dissolution de la société puisque le prix de cession est défini comme la valeur actualisée des flux futurs.

<sup>657</sup> Cette conception est nommée « *enlightened shareholder value* ». V. *Company law reform bill - White paper 2005*, 17 mars 2005, disponible sur : [www.berr.gov.uk](http://www.berr.gov.uk). V. égal. en droit canadien : S. ROUSSEAU et Y. TCHOTOURIAN, « "L'intérêt social" en droit des sociétés – Regards canadiens », *Rev. sociétés* 2009, p. 735.

des salariés, la nécessité de favoriser les relations commerciales avec les fournisseurs, clients et autres partenaires, l'impact des décisions de la société sur la communauté et l'environnement, l'intérêt d'une réputation honorable en matière d'éthique, le besoin d'égalité entre associés<sup>658</sup>. La satisfaction de ces intérêts divers n'est donc pas considérée comme un objectif autonome mais comme une condition à la bonne marche des affaires sociales<sup>659</sup>. Il est ainsi un présupposé qui veut que les associés, défendant leur intérêt pécuniaire, s'assurent de la satisfaction préalable des autres parties prenantes. S'il peut évidemment exister des circonstances qui font exception au principe, ceux qui courent l'aléa social apparaissent comme les mieux à même de prendre en compte les divers intérêts en présence.

La véracité de cette affirmation est parfois susceptible d'être mise en doute. Mais le législateur s'assure alors que le pouvoir est octroyé à ceux qui sont aptes à l'exercer. Une illustration peut en être trouvée dans le régime des sociétés qui réunissent deux types d'associés : certains y exerçant leur profession, d'autres étant de simples investisseurs. Il en est ainsi dans les sociétés d'exercice libéral. Si le législateur a été contraint d'admettre la présence d'investisseurs en leur sein, certaines dispositions réservent un poids déterminant aux professionnels en exercice dans la prise de décision sociale<sup>660</sup>. À titre d'exemple, les non-professionnels, s'ils peuvent détenir plus de la moitié du capital dans certaines circonstances, ne peuvent exercer plus de la moitié des droits de vote<sup>661</sup>. En outre, s'il est créé dans les sociétés par actions des actions à droit de vote double, celles-ci doivent être réservées aux actionnaires en exercice au sein de la société<sup>662</sup>. Inversement, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ne peuvent pas être détenues par des associés de cette catégorie<sup>663</sup>. De plus, les cessions de parts sociales ou d'actions nécessitent un agrément donné par une majorité renforcée de professionnels en exercice<sup>664</sup>. Ainsi, si investisseurs comme professionnels subissent l'aléa social, tous ne sont pas traités sur un pied d'égalité. L'objet de ces sociétés, en effet, est « *l'exercice d'une profession libérale soumise à statut législatif ou réglementaire ou dont le titre est protégé* »<sup>665</sup>. Il suppose donc le respect de règles déontologiques et d'un principe d'indépendance dans l'exercice de la profession<sup>666</sup> que les associés professionnels sont mieux à même de promouvoir<sup>667</sup>. Si tous les associés bénéficient du droit de vote du fait de

---

<sup>658</sup> Company Law Reform Bill, 2006, disponible sur : [www.parliament.uk](http://www.parliament.uk).

<sup>659</sup> M.-B. HEMRAJ, *préc.* ; L. MILES et M. LOWER, « Giving effect to the statutory duty of loyalty », *Company Law Newsletter*, February 28, 2006.

<sup>660</sup> A. LAMBOLEY, « Le particularisme du droit des sociétés dans le cadre de l'exercice en groupe des professions libérales », in *Mélanges M. Cabrillac*, Litec, 1999, p. 597.

<sup>661</sup> Art 5 et 5-1 L. 31 déc. 1990. V. en ce sens, B. SAINTOURENS, « Sociétés d'exercice libéral », *Rep. Dalloz sociétés* mars 2003, mise à jour mars 2012, n° 23 et s.

<sup>662</sup> Art. 8 L. préc.

<sup>663</sup> Art. 9 L. préc.

<sup>664</sup> Les modalités diffèrent selon la forme sociale : Art. 10 L. 31 déc. 1990.

<sup>665</sup> Art. 1<sup>er</sup> L. préc.

<sup>666</sup> B. SAINTOURENS, « Sociétés d'exercice libéral », *Rep. Dalloz sociétés* mars 2003, mise à jour mars 2012, n° 38.

<sup>667</sup> V. égal. F.-X. LUCAS, « Réalité de la personnalité morale des SEL et des SCP », *Bull. Joly* 2010, p. 111.

l'aléa social subi, certains se voient attribuer un pouvoir prépondérant car ils sont jugés plus aptes à satisfaire aux impératifs propres à ce type de société en raison de leur qualité de professionnel.

**104. – Conclusion.** Le lien entre aléa et droit de vote, toujours prégnant en droit positif, s'impose par un aspect pratique indéniable. L'aléa assure en outre le bon fonctionnement social. Il résulte de ces considérations que tous ceux qui ne courent pas l'aléa social doivent être écartés du processus de prise de décision sociale. Au contraire, le droit de vote, et plus largement le pouvoir décisionnaire, doit être attribué à ceux qui le supportent. Est-ce à dire que tous ceux qui l'assument doivent être dotés du droit de vote ? Seules des raisons pratiques le justifient, ce qui ne nous paraît pas interdire des dérogations consenties – tant qu'elles demeurent suffisamment ponctuelles pour que le bon fonctionnement social ne soit pas atteint –, mais ce qui explique également le faible succès des titres de capital sans droit de vote.

Affirmer que le pouvoir décisionnaire doit être reconnu à ceux qui supportent l'aléa social soulève immédiatement la question de la mesure de ce pouvoir, et plus précisément de la répartition des droits de vote. Cette interrogation dépasse la seule question de l'attribution du droit de vote mais il n'est pas inintéressant de l'évoquer. D'abord, parce qu'attribution du droit de vote et répartition des droits de vote sont liés par la problématique du pouvoir au sein de la société et qu'il est aisé de contourner les principes d'attribution par un jeu sur la répartition des droits de vote. Ensuite, parce que la question de la répartition du pouvoir a connu ces dernières années un regain d'actualité avec la volonté, un temps exprimée, d'imposer le principe une voix/une action dans les sociétés anonymes au niveau européen.

## II- Répartition des droits de vote et aléa social

**105. –** Une fois déterminé à qui attribuer le droit de vote, se pose immédiatement la question du poids de chaque votant dans les délibérations sociales. Attribution et répartition des droits de vote sont deux thèmes distincts mais évidemment liés puisque tous deux visent à distribuer le pouvoir au sein des sociétés. Et on conçoit aisément que l'aléa social gouverne également la répartition du pouvoir (A). Car des considérations similaires à celles rencontrées en matière d'attribution s'y retrouvent. Parce que le pouvoir est conçu comme la garantie des intérêts pécuniaires, celui qui supporte un risque important n'accepterait pas de se voir doter d'un pouvoir équivalent à celui qui court un risque minime<sup>668</sup>. De même, celui qui détient un intérêt important au sein de la société paraît mieux à même de satisfaire les intérêts intermédiaires<sup>669</sup>.

---

<sup>668</sup> V. *supra* n° 101.

<sup>669</sup> V. *supra* n° 103.

Pour autant, d'autres enjeux sont également pris en compte à ce stade, ce qui explique que les principes de répartition soient plus souples que les règles d'attribution (B).

### A- Le rôle de l'aléa dans la répartition des droits de vote

**106. – Aspects historiques.** La répartition des droits de vote peut essentiellement obéir à deux règles : celle de la proportionnalité au capital détenu ou celle du vote par tête. Historiquement, la société étant conçue comme un contrat, le vote par tête dominait. Plus précisément, c'est le principe de l'unanimité qui avait cours, en application des règles de droit des contrats exigeant le consentement de tous. Peu à peu et pour des raisons pratiques, la règle de la majorité s'est répandue<sup>670</sup>. C'est naturellement le vote par tête qui était alors utilisé, plus conforme que la proportionnalité à l'égalité entre cocontractants que le droit des contrats suppose. Mais cette égalité correspondait également à la réalité économique : les associés apportaient le plus souvent leur industrie et travaillaient au sein de la société sur un pied d'égalité, leur responsabilité était engagée indéfiniment, et le fort *intuitus personae* rendait peu pensable une participation inégalitaire. Tous supportaient un risque similaire, tous avaient un droit semblable à prendre part à la gestion<sup>671</sup>. Avec le développement des sociétés à risque limité, le vote par tête a continué d'être utilisé<sup>672</sup> puis a été remplacé peu à peu par le principe de proportionnalité, qui a également été admis dans les sociétés fermées<sup>673</sup>. La raison essentielle de l'adoption du principe de proportionnalité dans les sociétés à risque limité est qu'il était difficilement admissible que ceux courant un risque minime dans la société et peu impliqués dans les affaires sociales puissent exercer un pouvoir similaire à celui supporté par ceux qui avaient engagé des capitaux importants. Ainsi, dans les sociétés par actions, le Conseil d'État avait limité, dans un premier temps, le recours au principe de proportionnalité en obligeant à un plafonnement des droits de vote. Mais les juges administratifs ont dû peu à peu renoncer à cette exigence, ceux qui détenaient une partie importante du capital entendant se réserver le pouvoir au sein des sociétés<sup>674</sup>. L'on est ainsi passé d'une égalité arithmétique à une égalité géométrique. Remarquons néanmoins que la pratique pure du principe de proportionnalité était rare, en l'absence de règle contraignante. Le vote plural

---

<sup>670</sup> V. H. LEVY-BRUHL, *préc.*, p. 122. V. égal. D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 30 et s. ; J. MESTRE, « Rapport de synthèse », in *La loi de la majorité, art. préc.* ; C. RUELLAN, *th. préc.* V. égal. sur la loi de la majorité en général : F. TERRE, « Fondements historiques et philosophiques de la loi de la majorité », *art. préc.* ; L. KONOPCZYNSKI, *th. préc.*

<sup>671</sup> V. E. THALLER, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales, ouvr. préc.*, t. 1, n° 543 au sujet des sociétés par intérêt : « Dans le cas où la majorité fait loi, et à moins de clause contraire dans les statuts, les voix se comptent par tête, abstraction faite de l'importance des apports de chacun. En un certain sens, en effet, dans les sociétés par intérêt, l'obligation indéfinie et solidaire qui pèse sur tous les associés en nom établit entre eux une parité de situation qui justifie leur égalité dans le vote ». V. égal. J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 4, 5<sup>ème</sup> éd., Nève, 1841, n° 979 et s.

<sup>672</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 368 et s.

<sup>673</sup> Sur ces questions, V. *supra* n° 86 et 87.

<sup>674</sup> Une autre raison de cet abandon tenait aux fraudes nombreuses, puisque pour accroître son pouvoir, il suffisait pour un actionnaire de vendre ses actions à des prête-noms. V. A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 368 et s.

était alors largement répandu<sup>675</sup>, favorisant généralement les fondateurs. Deux considérations le justifiait essentiellement. D'une part, il n'était qu'une application du principe de liberté contractuelle : les associés pouvaient librement convenir, en constituant la société ou en y entrant, des modalités de prise de décision. D'autre part, dans une période de protectionnisme exacerbé, il permettait aux fondateurs de se défendre contre l'entrée au capital d'investisseurs étrangers<sup>676</sup>. Cette pratique a toutefois subi des critiques sévères au début du XX<sup>ème</sup> siècle et particulièrement à la suite de la crise de 1929. La pratique a connu des abus : des dizaines voire des centaines de voix pouvaient être attribuées à une seule action<sup>677</sup>. Beaucoup ont dénoncé la dissociation entre pouvoir et responsabilité et celle-ci fut considérée comme l'un des facteurs de la crise de 1929, des scandales financiers l'ayant précédée et de la dépression qui s'en est suivie. Aussi le législateur est-il intervenu par la loi du 26 avril 1930 et a-t-il interdit la création d'actions à vote plural nouvelles. Par la loi du 13 novembre 1933, toutes les actions à droit de vote multiple préexistantes ont été supprimées. Le principe de proportionnalité des voix au nombre d'actions souscrites devint ainsi d'ordre public dans les sociétés par actions<sup>678</sup>, supplantant le principe du vote par tête.

**107. – Aspects actuels.** Cette distinction entre sociétés à risque limité et sociétés à risque illimité perdure. L'article L. 225-122 du Code de commerce consacre le principe de proportionnalité dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions, en disposant : « (...) le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite ». De même, l'article L. 223-28 énonce, pour les sociétés à responsabilité limitée : « chaque associé (...) dispose d'un nombre de voix égal à celui des parts sociales qu'il possède », tandis que l'article 1843-2 du Code civil dispose que « les droits de chaque associé dans le capital social sont proportionnels à ses apports lors de la constitution de la société ou au cours de l'existence de celle-ci ». L'associé dispose donc d'un nombre de voix proportionnel à sa part dans le capital social, et donc à l'aléa assumé.

Dans les sociétés à risque illimité, sociétés civiles<sup>679</sup> et sociétés en nom collectif<sup>680</sup>, le principe demeure l'unanimité des associés, à défaut de clause contraire<sup>681</sup>. Les associés sont donc

---

<sup>675</sup> Au XIX<sup>ème</sup> siècle, l'article 34 du Code de commerce prévoyait dans les sociétés anonymes : « Sauf disposition contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont, dans les assemblées, un droit de vote égal ».

<sup>676</sup> V. par ex. E. ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, t. 2, Sirey, 4<sup>ème</sup> éd., 1931, n° 321 bis.

<sup>677</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 2, 20<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2011, n° 1550.

<sup>678</sup> V. notamment B. AUGER, « Le nouveau régime des actions à vote plural », *Rev. sociétés* 1933, p. 213 ; P. CHESNELONG, *ouvr. préc.*, p. 127 et s. ; R. MICHEL, « Le régime légal du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires », *art. préc.* ; J. MOLIERAC, « La révision de la loi sur les sociétés, par actions », *art. préc.*

<sup>679</sup> Art. 1852 C. civ.

<sup>680</sup> Art. L. 221-6 C. com.

libres d'opter pour le vote par tête ou le vote proportionnel. L'aspect contractuel, et *l'intuitus personae*, étant plus marqué et les associés exposant leur entier patrimoine, le vote par tête pourrait s'imposer naturellement<sup>682</sup>. Lorsque, par exception, la loi prévoit que certaines décisions sont prises à la majorité, telle la révocation du gérant non associé d'une SNC, c'est d'ailleurs au vote par tête qu'elle recourt. Remarquons également que dans certains types de sociétés civiles où *l'intuitus personae* est censé être plus marqué, la loi impose ce type de scrutin<sup>683</sup>. La proportionnalité n'est toutefois pas exclue par les textes généraux et vote par tête et proportionnalité peuvent également être combinés. La solution est pertinente : si tous engagent leur responsabilité indéfinie, la contribution de chacun se calcule proportionnellement à l'apport.

Entre sociétés à risque illimité et sociétés à risque limité, il faut mettre à part la société coopérative qui peut adopter toute forme sociale dotée de la personnalité morale mais qui demeure invariablement régie par le principe du vote par tête<sup>684</sup>. Elle est en effet conçue comme une société non capitaliste mais peut adopter une forme d'essence capitaliste. L'adoption de cette règle peut encore s'expliquer par le recours à la notion d'aléa. En effet, l'aléa social dépend normalement des apports effectués. Or dans la société coopérative, caractérisée par le principe de double qualité – qui veut que tout associé soit coopérateur (et inversement), c'est-à-dire s'engage à utiliser ses services, apporter son travail ou fournir une partie de sa production<sup>685</sup> – l'apport n'est pas tant important que l'activité du coopérateur<sup>686</sup>. Calquer la répartition du pouvoir sur les apports n'a donc pas de sens. Au contraire, parce que l'intérêt de chacun dans la société se mesure à l'aune de son activité, il est permis dans certains types de coopératives de faire varier les droits de vote de chacun en fonction de son activité<sup>687</sup>. La notion d'aléa – même si l'on ne peut plus parler d'aléa social – demeure donc présente dans les règles de répartition.

**108. – Conclusion.** L'observation de ces dispositions montre que la répartition des droits de vote est corrélée à l'aléa social et plus précisément au risque de perte. Dans les sociétés à risque illimité, tous supportent un aléa similaire puisque tous voient leur responsabilité engagée

---

<sup>681</sup> Certaines décisions doivent néanmoins être obligatoirement prises à l'unanimité. À l'inverse, certaines décisions, telle la révocation des gérants non associés dans les SNC, peuvent être prises à la majorité sauf clause contraire (art. L. 221-12 C. com.).

<sup>682</sup> V. Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 1, Economica, 12<sup>ème</sup> éd., 2003, spéc. n° 259 : « *Sauf disposition contraire des statuts, chaque associé dispose d'une voix, En effet la société en nom est une société de personnes : la personne de l'associé y a plus d'importance que l'apport qu'il a effectué* ».

<sup>683</sup> Par exemple, dans les SCP d'huissiers (art. 21, décret n° 69-1274 du 31 déc. 1969) ou encore d'avocats au conseil (art. 21, décret n° 78-380 du 15 mars 1978).

<sup>684</sup> Art. 9, loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération.

<sup>685</sup> Art. 3 et 3 bis, loi *préc.*

<sup>686</sup> E. ALFANDARI, « L'entreprise non capitaliste existe-t-elle encore en France ? », in *Mélanges M. Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 17.

<sup>687</sup> Art. 9, loi *préc.* Sur ces questions V. M. HERAIL, « Coopérative », *Rép. Dalloz sociétés* sept. 2002, mise à jour mars 2012, n° 282 et s.



indéfiniment. Le vote par tête, mode égalitaire de prise de décision, s'impose donc. Néanmoins, si tous engagent leur responsabilité indéfinie, la contribution de chacun se calcule proportionnellement à l'apport. Il n'est donc pas incohérent de permettre aux associés d'introduire une dose de proportionnalité dans le vote. Dans les sociétés à risque limité, le risque supporté est proportionnel aux apports, comme l'est le droit de vote, tandis que le faible *intuitus personae* et le caractère contractuel moins prononcé de la société ne requiert plus le vote par tête. Il est alors naturel de conférer à chacun un pouvoir proportionnel au risque couru, c'est-à-dire à l'apport effectué<sup>688</sup>.

## B- La souplesse des règles de répartition

**109. – Constat.** On le remarque déjà, si l'aléa a un rôle explicatif, les règles de répartition des droits de vote sont entendues souplesment. Il n'est pas rare que la loi prévoit ou autorise les associés à prévoir, des aménagements prenant en considération d'autres impératifs. À cet égard, il a été discuté, au niveau européen, de l'opportunité d'imposer le principe de proportionnalité dans les sociétés cotées, ce qui aurait, selon la Commission européenne, permis d'améliorer le gouvernement d'entreprise et favorisé la démocratie actionnariale<sup>689</sup> ; mais cette idée a été abandonnée. Il a été montré, en effet, que la plupart des États connaissaient des exceptions à cette règle et que celle-ci n'avait jamais été admise de manière absolue<sup>690</sup>.

Certains aménagements répondent à un objectif de stabilité du pouvoir, essentiellement dans les sociétés par actions. Ainsi, le vote plural est demeuré interdit – même si son rétablissement avait été discuté lors de l'adoption de la loi du 24 juillet 1966 –, mais une exception avait été admise dès 1933. Dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions, un droit de vote double peut être attribué « à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire »<sup>691</sup>. L'admission de ce mécanisme tendait à favoriser l'actionnariat à long terme, et offrait incidemment aux sociétés un moyen de lutter contre les offres inamicales. De même, le

---

<sup>688</sup> V. égal. sur ce point P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 30 et s.

<sup>689</sup> V. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement Européen, *Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'union européenne – Un plan pour avancer*, le 21 mai 2003, COM (2003) 284 final, spéc. p. 15, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>690</sup> Shearman and Sterling, ISS and ECGI, *Proportionality Principle in the European Union*, 4 juil. 2007, disponible sur <http://ec.europa.eu> ; Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality, 25 août 2007, disponible sur <http://ec.europa.eu>. V. égal. G. FERRARINI, « One Share – One Vote: A European Rule ? », Working Paper n° 58/2006, janv. 2006, disponible sur [papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/) ; A. REYGROBELLET, « Proportionnalité entre capital et contrôle : faut-il interdire toute dérogation au principe « une action = une voix ? », *RTDF* 2007, n° 3, p. 101 ; C. CLERC, « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *RTDF* 2007, n° 3, p. 88. V. égal. sur ce sujet, M. STORCK et T. DE RAVEL D'ESCLAPON, « Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français ? », *Bull. Joly* 2009, p. 92.

<sup>691</sup> Art. L. 225-123.

plafonnement des droits de vote, admis par l'article L. 226-125 du Code de commerce dans les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions, pose une limite au principe de proportionnalité, offrant ainsi aux sociétés un outil pour s'opposer aux prises de contrôle inamicales, encore que les effets de cette clause sont désormais limités dans les sociétés cotées en cas d'offre publique<sup>692</sup>.

D'autres aménagements tendent encore à favoriser le pouvoir de certains associés considérés comme mieux à même de l'exercer. Il en est notamment ainsi dans les sociétés d'exercice libéral. Traditionnellement, ces sociétés étaient constituées par des professionnels pour l'exercice de leur profession et les tiers n'exerçant pas au sein de la société n'étaient pas admis à entrer au capital, à quelques exceptions près<sup>693</sup>. Le champ de ces exceptions s'est toutefois élargi au fil du temps, autorisant ainsi ces sociétés à attirer plus aisément des capitaux<sup>694</sup>. Mais le législateur s'est soucié de préserver la souveraineté des associés professionnels exerçant leur activité au sein de la société<sup>695</sup>, qui ne devaient pas être supplantés par des financiers, en instaurant notamment pour certaines décisions des majorités calculées en nombre d'associés professionnels en activité dans la société<sup>696</sup>, dérogeant ainsi au principe de proportionnalité<sup>697</sup>. La

---

<sup>692</sup> Les effets de la clause sont suspendus « lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l'offre lorsque l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l'offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts. » Art. L. 225-125 al. 2.

<sup>693</sup> Pouvaient entrer ou rester au capital les tiers professionnels, les professionnels ayant arrêté leur activité au sein de la société et les ayants-droit des anciens professionnels décédés ayant exercé leur activité au sein de la société. Loi n° 90-1258 du 31 décembre 1990 relative à l'exercice sous forme de sociétés des professions libérales soumises à un statut législatif ou réglementaire ou dont le titre est protégé et aux sociétés de participations financières de professions libérales, art. 5.

<sup>694</sup> Loi n° 2001-1168 du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier (MURCEF)

<sup>695</sup> V. notamment A. LAMBOLEY, « Le particularisme du droit des sociétés dans le cadre de l'exercice en groupe des professions libérales », *art. préc.*

<sup>696</sup> L'art. 10 de la loi de 1990 dispose ainsi que dans les sociétés d'exercice libéral à responsabilité limitée, l'exigence d'une majorité des trois quarts des porteurs de parts exerçant la profession au sein de la société est substituée à celle d'une majorité des associés représentant au moins les trois quarts des parts sociales au sens de l'article L. 223-14 en matière d'agrément. (Remarquons néanmoins que l'article L. 223-14 prévoit désormais une majorité de la moitié des parts sociales, sans que la loi de 1990 n'ait été modifiée.) De même, les règles de majorité sont adaptées dans les sociétés d'exercice libéral anonymes, en commandite par actions, et par actions simplifiées.

<sup>697</sup> Il a également été soutenu que la loi MURCEF du 11 décembre 2001 permettait dans ces sociétés une dérogation au principe de proportionnalité en permettant d'octroyer aux associés professionnels un nombre de droits de vote supérieurs. L'article 5 alinéa 1 de la loi de 1990 édicte en effet que plus de la moitié du capital social et des droits de vote doit être détenue par les professionnels en exercice (ou par l'intermédiaire d'une société de participations financières de professions libérales), tandis que l'article 5-1 dispose que par dérogation au premier alinéa de l'article 5, plus de la moitié du capital social des sociétés d'exercice libéral peut être détenu par des tiers (plus précisément, par des personnes physiques ou morales exerçant la profession constituant l'objet social ou par des sociétés de participations financières de professions libérales). Certains en ont déduit que le texte permettait de déroger à la règle de proportionnalité (F. FRULEUX, « Dissociation des droits de l'associé : le cas des sociétés d'exercice libéral », *JCP éd. E* 2006, n° 6, 1252). Cette affirmation est difficilement admissible puisque le texte renvoie aux règles régissant d'autres formes sociales au sein desquelles le principe de proportionnalité est parfois impératif. En revanche, il faut en déduire que le législateur a entendu réserver plus

même préoccupation se retrouve en matière de coopératives, caractérisées par le principe de double qualité. Le besoin d'attirer des capitaux à elles a cependant incité le législateur à assouplir cette règle pour admettre l'entrée au capital de non-coopérateurs<sup>698</sup>. Afin de préserver le pouvoir des coopérateurs, un plafonnement à 35 % des droits de vote des associés non coopérateurs a été instauré. En outre, alors que le vote par tête régit traditionnellement le vote coopératif, il a été permis de prévoir dans les statuts un panachage des principes de proportionnalité et de vote par tête selon la qualité des associés<sup>699</sup>.

Enfin, d'autres aménagements répondent à l'idée que les associés sont parfois plus aptes à aménager la répartition des droits de vote entre eux, la liberté contractuelle pouvant ainsi s'épanouir. Tel est le cas, nous l'avons vu, dans de nombreuses sociétés à risque illimité. Tel est le cas surtout dans les sociétés par actions simplifiées, pour lesquelles, à première vue du moins, le législateur n'a pas admis un simple aménagement mais une véritable dérogation. À l'exception de certaines décisions graves qui doivent être adoptées à l'unanimité et sous réserve des dispositions impératives du Code civil, le principe est la liberté statutaire<sup>700</sup>. Néanmoins, nous le verrons, cette liberté, qui s'explique par le caractère hybride de la société, qui peut être ouverte ou fermée selon ce qu'en font les fondateurs, n'est pas sans limite<sup>701</sup>.

**110. – Justification.** Il existe ainsi une incontestable souplesse dans les règles de répartition des droits de vote. Dire que l'aléa dirige la répartition serait inexact : il la sous-tend mais n'est pas la seule considération prise en compte à ce stade. L'explication réside dans le constat que la répartition des droits de vote ne correspond pas à la répartition du pouvoir de vote<sup>702</sup>. Or c'est bien cette dernière que l'aléa social devrait gouverner. Dès lors qu'il est impossible de corréliser exactement droits de vote et pouvoir, le lien entre aléa et répartition des droits de vote, s'il doit être garanti, peut être entendu seulement. Il ne revêt ainsi pas le même caractère impératif que l'est la relation entre aléa et attribution, qui doit, elle, être respectée afin d'écarter du pouvoir ceux qui ne supportent pas l'aléa social et garantir l'alignement des intérêts des votants<sup>703</sup>.

---

de la moitié des droits de vote aux professionnels, quelle que soit la part de capital détenue par les non-professionnels. Cela signifie que la détention de plus de la moitié du capital par des tiers sera possible dans des sociétés admettant une telle dissociation, telles les SAS ou encore les SA par le biais des actions à droit de vote double ou des actions sans droit de vote (V. B. SAINTOURENS, « Sociétés d'exercice libéral », *Rép. Dalloz sociétés*, mars 2003, mise à jour mars 2012, spéc. n° 25).

<sup>698</sup> Loi n° 92-643 du 13 juillet 1992 relative à la modernisation des entreprises coopératives. V. notamment B. SAINTOURENS, « Sociétés coopératives et sociétés de droit commun », *Rev. sociétés* 1996, p. 1.

<sup>699</sup> Art. 3 bis, loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération.

<sup>700</sup> L. 227-9 C. com.

<sup>701</sup> V. *supra* n° 26 et *infra* n° 110.

<sup>702</sup> V. notamment C. CLERC, « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *art. préc.*, spéc. p. 89.

<sup>703</sup> V. *supra* n° 100.

L'absence de corrélation absolue entre répartition des droits de vote et du pouvoir s'explique par des éléments divers. D'une part, le pouvoir de vote ne découle pas uniquement de la répartition des droits de vote mais également des règles de majorité<sup>704</sup>. Pour une même répartition des voix, l'exigence d'une majorité renforcée au lieu d'une majorité simple déplacera évidemment le pouvoir. En réalité, selon la majorité exigée, le pouvoir de vote est dans les mains des uns ou des autres : il n'y a pas de proportionnalité du pouvoir au nombre de voix. D'autre part, le pouvoir de vote d'un associé dépend de considérations de fait<sup>705</sup>. Le seuil de droits de vote à détenir pour exercer une influence significative varie ainsi selon le degré de dispersion du capital. Il est également affecté par le taux d'absentéisme. De même, dans les sociétés anonymes, les pouvoirs en blanc viennent renforcer le pouvoir de la majorité et affaiblir celui de la minorité<sup>706</sup>, puisque « *pour toute procuration d'un actionnaire sans indication de mandataire, le président de l'assemblée générale émet un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution* »<sup>707</sup>.

Dans ces conditions, il n'est pas besoin d'assurer une proportionnalité absolue entre aléa et nombre de voix, il suffit de garantir que l'aléa social gouverne le pouvoir de vote, pour des raisons tenant à la fois à des considérations de bonne gouvernance et à des considérations pratiques<sup>708</sup>.

Remarquons d'ailleurs que si les règles de répartition sont souples, les aménagements admis connaissent une limite tendant à préserver le lien entre pouvoir de vote et aléa. Les dispositions légales, lorsqu'elles existent et sont impératives, n'admettent pas une décorrélation totale entre droits de vote et risque. Les règles de répartition varient entre vote par tête et proportionnalité, la limite de la proportionnalité ne pouvant être dépassée que de manière encadrée. Aussi, dans les sociétés anonymes, a-t-on limité la possibilité du recours au vote multiple au vote double, et ce sous certaines conditions permettant de préserver l'égalité des actionnaires. Dans les sociétés dont la dimension contractuelle est plus marquée, il est parfois laissé aux associés une certaine latitude dans la fixation des règles de répartition des droits de vote. Une atteinte à cette

---

<sup>704</sup> D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 61 et s. ; CL. BERR, *ouvr. préc.*, spéc. n° 402.

<sup>705</sup> V. notamment D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, 1970, n° 7 et s. ; L. MAZEAUD, « La souveraineté de fait dans les sociétés anonymes en droit français », *Travaux de l'association Henri Capitant des amis de la culture juridique française*, 1963, t. XV, 1967, p. 330. V. égal. G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, LGDJ, 2<sup>ème</sup> éd., 1951, p. 284.

<sup>706</sup> V. par ex. J. PERROUD, « La condition de l'actionnaire », *art. préc.* V. égal. PH. MARINI, *La modernisation du droit des sociétés*, Rapport au Premier ministre, La documentation française, 1996, p. 88, qui proposait d'interdire la délégation de pouvoirs en blanc aux membres du conseil d'administration et du directoire.

<sup>707</sup> Art. L. 225-36 C. com.

<sup>708</sup> V. *supra* n° 105.

corrélation entre nombre de voix et aléa pourrait alors résulter de l'admission du vote multiple. Cependant, il n'est pas certain que de la liberté statutaire parfois consacrée par les textes, on puisse déduire une admission sans limite du vote plural. Il semble, d'une part, exister des limites légales. À titre d'exemple, en matière de SNC, l'article L. 221-6 édicte : « *Les décisions qui excèdent les pouvoirs reconnus aux gérants sont prises à l'unanimité des associés. Toutefois les statuts peuvent prévoir que certaines décisions sont prises à une majorité qu'ils fixent* ». Une lecture rapide pourrait laisser penser que le vote plural y est admis. Une analyse plus attentive engage cependant à l'exclure. Aux termes de cette disposition en effet, les statuts peuvent fixer une majorité différente, c'est-à-dire qu'ils peuvent d'une part déroger à la règle de l'unanimité, d'autre part, admettre une majorité par tête, par part de capital, ou mixte. Mais admettre un système de vote plural serait aller au-delà de ce que le texte permet. Ce n'est que dans la SAS que le texte spécial, qui doit toutefois être combiné avec les textes généraux, ne pose aucune limite à la liberté statutaire. L'article L. 227-9 énonce que « *les statuts déterminent les décisions qui doivent être prises collectivement par les associés dans les formes et conditions qu'ils prévoient* » et il est ajouté que certaines attributions doivent être « *exercées collectivement par les associés* ». Le vote plural est donc admis. Il n'est toutefois pas sans limite<sup>709</sup>. D'abord, le caractère collectif de la décision doit être préservé lorsque la loi l'exige et une répartition des droits de vote qui aurait pour objet ou pour effet de réserver les décisions à l'un des associés serait d'une validité douteuse. Ensuite, un vote plural démesuré pourrait être considéré comme portant atteinte au droit de tout associé de participer aux décisions collectives au sens de l'article 1844 : le droit de participation ne doit pas être purement formel. Enfin, un vote plural démesuré reconnu à un ou certains associés pourrait faire perdre à certains leur vocation à intervenir dans les affaires sociales. Alors, la société ne pourrait-elle être requalifiée ou annulée sur le fondement d'un défaut d'intérêt commun<sup>710</sup> ? Les dispositions libérales relatives aux SAS n'écartent donc pas les dispositions générales du droit des sociétés et un certain nombre de garde-fou existent, empêchant finalement que la répartition des droits de vote puisse être totalement dissociée de l'aléa social. Il semble d'autre part exister des limites pratiques. À titre d'exemple, si l'on adoptait une interprétation souple de l'article L. 221-6 pour admettre le vote plural dans les SNC, les associés d'une SNC, tous tenus indéfiniment et solidairement, conférerait difficilement un nombre de voix disproportionné à l'un d'eux. Et si la loi leur confère une certaine liberté, c'est qu'il est présumé que les associés sont égaux en contractant et qu'il n'existe pas un besoin de protection tel qu'il peut se concevoir dans une société cotée.

La souplesse des règles de répartition des droits de vote connaît encore une autre limite. Dans toutes ces hypothèses, les aménagements possibles sont statutaires, de telle sorte qu'ils sont

---

<sup>709</sup> V. égal. *supra* n° 26. V. égal. P. LE CANNU, « Société par actions simplifiée », *art. préc.* ; ANSA, Comité juridique, « SAS : est-il possible d'accorder un droit de veto au président non associé sur certaines décisions collectives ? », *préc.*

<sup>710</sup> Art. 1833 C. civ.

consentis par tous et transparents. Des dispositifs contractuels à l'inverse devraient être refusés. La fédération contractuelle de droits de vote peut être admise tant que la liberté de vote est préservée<sup>711</sup> : conventions de vote, représentation, pouvoirs en blanc sont autant de techniques qui sont largement utilisées. Mais, pour ce qui regarde les dérogations au principes de répartition des droits de vote, les textes spéciaux qui les admettent ont pour point commun de ne les permettre que si elles sont statutaires. Tout dispositif qui aurait pour objet le contournement de ces dispositions serait donc d'une validité contestable. Ainsi, la constitution d'une société, voire d'une chaîne de sociétés, pourrait permettre de gonfler artificiellement les droits de vote d'un investisseur. La validité de ces montages semble aujourd'hui largement admise. Elle devient douteuse en revanche lorsque le seul objectif du recours à la personnalité morale est le contournement des règles de répartition<sup>712</sup>. Il existe encore d'autres manières, pour un individu, de contourner ces dispositions dans les sociétés où le principe de proportionnalité est utilisé. Elles consistent à acquérir des titres, chacun lui donnant droit à une voix, tout en couvrant l'aléa inhérent à la détention de ces titres. De telles stratégies n'aboutissent que parce que le vote proportionnel est utilisé plutôt que le vote par tête. Il s'agit en réalité de techniques visant à jouer sur l'attribution du droit de vote, et seulement indirectement sur sa répartition, de telle sorte que ces mécanismes seront traités sous l'angle de l'attribution.

**111. – Conclusion.** L'aléa social fonde ainsi les principes d'attribution du pouvoir au sein des sociétés. Il sous-tend la répartition des droits de vote, sans la gouverner entièrement cependant, du fait de l'absence de concordance parfaite entre répartition des droits de vote et répartition du pouvoir. Les écarts de la mesure que représente l'aléa sont toutefois limités et sont toujours soumis au consentement de tous et, ainsi, à un impératif de transparence. L'aléa social gouverne surtout l'attribution du droit de vote. Un aspect fonctionnel explique sans conteste que le droit de vote soit attribué à ceux qui supportent cet aléa : il est une garantie pour les associés contre le risque supporté. Si celui-ci contribue à expliquer la relation entre aléa et droit de vote, il ne suffit cependant pas à la légitimer. D'autres considérations entrent ici en jeu. Le système majoritaire, utilisé aujourd'hui dans la plupart des sociétés lorsqu'il n'est pas imposé par la loi, ne se justifie

---

<sup>711</sup> V. *supra* n° 38 et s.

<sup>712</sup> V. F. CASTRES SAINT MARTIN-DRUMMOND, *Les sociétés dites « Holdings »*, th. Paris 2, 1993, n° 561 et s. et spéc. n° 584 et n° 586, faisant la distinction entre les holdings tendant à l'instauration d'un pouvoir qui encouraient la nullité car leur objet est de faire échec au principe de proportionnalité, et les holdings tendant à l'exercice d'un pouvoir, licite car leur objet n'est pas de faire échec au principe de proportionnalité mais d'optimiser la gestion du groupe. Rapp. égal. A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote et l'organisation des sociétés anonymes », *Rev. gen. dr. com* 1942, p. 97, spéc. n° 31. Rapp. Cass. com. 10 juin 1960, *Bull. civ. IV* 1960, n° 227 ; *RTD com.* 1961, p. 392, obs. R. HOUIN. V. égal. plus nuancés : M. GERMAIN, « Le transfert du droit de vote », *art. préc.* ; D. COHEN, « La légitimité des montages en droit des sociétés », in *Mélanges F. Terré*, Puf-Dalloz-Litec, 1999, p. 261 ; N. RONTCHEVSKY, B.-O. BECKER, M. BUCHBERGER et G. BUGE, « L'inexécution des pactes d'actionnaires », *Actes prat. et ingén. soc.* nov.-déc. 2011, p. 4, spéc. n° 51. V. égal. sur l'évolution de la jurisprudence vers une admission plus large de la validité des holdings de contrôle : H. LE NABASQUE, F. BOUSSIER et F. RICHEN, *La transmission de l'entreprise familiale*, Dalloz, 1992, n° 1404 et s.

que si l'on peut supposer que l'intérêt des majoritaires est celui des minoritaires, c'est-à-dire qu'il existe un intérêt commun. C'est justement parce que tous supportent l'aléa que tous sont présumés poursuivre un intérêt commun. Enfin, attribuer le droit de vote à ceux qui courent l'aléa social garantit le bon fonctionnement social car leur intérêt est, par définition<sup>713</sup>, un intérêt résiduel qui suppose la satisfaction d'intérêts intermédiaires. La notion d'aléa social gouverne donc l'attribution du droit de vote. Il nous est ainsi permis d'affirmer que, si la qualité d'associé est le principe théorique de l'attribution du droit de vote et la propriété son principe pratique, l'aléa social en est le principe premier. Et si le droit de vote est attribué à ceux qui sont qualifiés d'associés, c'est parce que tout associé est présumé subir l'aléa social.

## **Section 2 – L'aléa social, inhérent à la notion d'associé**

**112.** – Notre droit suppose que tout associé assume l'aléa social, ce qui légitime l'attribution sans condition du droit de vote dont il bénéficie. L'aléa social est tenu pour inhérent à la qualité d'associé et cette notion mérite d'être analysée plus en détail. Elle peut être définie en deux temps. Chaque associé supporte un aléa (I), c'est-à-dire à la fois un risque de perte et une chance de gain. Cet aléa ne caractérise cependant l'associé, le distinguant des autres intervenants sociaux, que parce qu'il peut être qualifié de social (II) : l'associé n'est désintéressé et rémunéré qu'après que les autres créanciers ont obtenu satisfaction.

### **I- La nécessité d'un aléa**

**113.** – L'aléa revêt deux faces, l'une positive, l'autre négative. La loi s'assure que tout associé, propriétaire de droits sociaux, court un risque de perte (A) comme une chance de gain (B).

#### **A- Le risque de perte**

**114.** – Le risque de perte est largement assimilé, dans notre droit, à la contribution aux pertes. Or tout associé s'engage à contribuer aux pertes selon l'article 1832 du Code civil. Il faudrait en déduire que tout associé assume un risque de perte. En réalité, malgré leur proximité, les deux notions ne se superposent pas et l'inexactitude de la prémisse retentit sur la pertinence de la conclusion. L'équivoque entre les deux termes est ancienne et entretient les difficultés d'interprétation de certains de nos textes. Quoi qu'il en soit, que l'associé supporte nécessairement un risque de perte est une idée qui innerve le droit des sociétés.

---

<sup>713</sup> V. égal. *infra* n° 127 et s.

La notion de risque de perte sera explicitée (1) avant que sa corrélation avec la qualité d'associé ne soit envisagée (2).

## 1. Notion

**115. – Présentation.** Parfois décrit comme découlant de l'équité ou du droit naturel<sup>714</sup>, le risque de perte paraît inhérent à la notion même de société<sup>715</sup>.

L'article 1832 alinéa 1 du Code civil s'attache à définir la société, celle-ci devant être constituée en vue de « *partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter* ». S'il n'érige pas explicitement la participation aux pertes en un élément de définition, son troisième alinéa précise : « *Les associés s'engagent à contribuer aux pertes* ». L'absence de la mention des pertes à l'alinéa 1 est aisée à expliquer : il avait été soutenu en 1804 que le partage des pertes n'était pas l'objectif des fondateurs et que cet élément n'avait donc pas à figurer dans la définition de la société<sup>716</sup>. La formulation du premier alinéa de l'article 1832 était cependant considérée comme suffisante à désigner le besoin cumulé d'un risque de perte et d'une chance de gain<sup>717</sup> : contribuer aux pertes était la contrepartie naturelle de la vocation aux bénéfices<sup>718</sup> – « *ubi emolumentum, ibi onus* » – et de l'essence de la société<sup>719</sup>. Les rédacteurs du Code déclaraient ainsi : « *Il est des objets sur lesquels la*

---

<sup>714</sup> R.-J. POTHIER, *Du contrat de sociétés*, t. 2, 1781, n° 4 et n° 21.

<sup>715</sup> F. KENDERIAN, « La contribution aux pertes sociales », *Rev. sociétés* 2002, p. 617 ; également F.-X. LUCAS et actualisé par M. PETOT-FONTAINE, « Théorie des bénéfices et des pertes – Bénéfices, économies, pertes », *J.-Cl. Sociétés Traitées*, fasc. 15-10, 2008, n° 15. V. égal. R.-T. TROPLONG, *Le droit civil expliqué suivant l'ordre du Code – Du contrat de société ou commentaire des titres IX et X du Code civil*, Ad. Wahlen et compagnie, 1803, n° 6.

<sup>716</sup> V. L.-G. BOUTEVILLE, *Rapport fait au tribunal par le tribun Bouteville au nom de la section de législation, sur la loi relative au contrat de société*, séance du 14 ventôse an XII, in *Recueil complet des discours prononcés lors de la présentation du Code civil par les divers orateurs du Conseil d'État et du Tribunal*, t. 1, *Discours*, Firmin Didot Frères, 1838, p. 651 : « *La société, dit l'article 1832, est un contrat par lequel deux ou plusieurs personnes conviennent de partager les bénéfices. On peut observer qu'elles doivent aussi en supporter les pertes ; mais comme très certainement elles ont principalement en vue d'obtenir et de partager des bénéfices, il serait difficile de ne pas trouver la définition exacte* » ; J.-Cl.-M. GILLET, *Discours prononcé au corps législatif par le tribun Gillet, orateur du tribunal, sur le titre IX, livre III du Code civil*, séance du 17 ventôse an XII, in *ouvr. préc.*, p. 656 : « *Jusqu'ici la définition avait été moins précise. Les écrivains en jurisprudence y avaient ajouté, parmi les objets de la société, la communication des pertes. Il a paru au tribunal que le projet proposé était plus exact, lorsqu'il considérait cette communication comme une simple condition du contrat, et non pas comme son but* ». V. égal. P. LE CANNU, « Monsieur de Saint-Janvier ou le dépouillement de l'article 1832 du Code civil », *Bull. Joly* 2012, p. 672 ; J.-CL. MAY, « Clause de contribution aux pertes », *Rev. sociétés* 2003, p. 691, spéc. n° 2.

<sup>717</sup> V. sur cette question, R.-T. TROPLONG, *préc.*, n° 18. V. égal. F.-X. LUCAS, *art. préc.*, n° 15 ; F. KENDERIAN, n° 3 et s. *Contra* J. ROUS, « La contribution aux pertes est-elle un élément essentiel de la formation du contrat de société », *Quot. Jur.* 1958, n° 18, p. 2.

<sup>718</sup> E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 3<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1904, n° 236.

<sup>719</sup> CL.-A. DELANGLE, *Commentaire sur les sociétés commerciales*, Joubert, 1843, n° 7, 10, 110 et s. ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 1<sup>ère</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1926, n° 13. Comp. avec la définition de la société donnée par J. DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel*, t. 1, Paris, 1777, p. 70 : « *La société est une convention entre deux ou plusieurs personnes, par laquelle ils mettent en commun entre eux ou tous leurs biens ou une partie, ou quelque commerce, quelque ouvrage ou quelque autre affaire, pour partager tout ce qu'ils pourront avoir de gain ou souffrir de perte de ce qu'ils auront mis en société* ». Remarquons que, lors de la réforme de 1978, il avait été projeté d'introduire la nécessité de la contribution aux pertes dans l'art. 1832 al. 1. V. notamment Y. CHARTIER, « La société dans le Code civil après la loi du 4 janv. 1978 », *JCP éd. G* 1978, I, 2917, spéc. n° 69.



*justice se manifeste clairement. Un associé par exemple, veut partager tous les profits d'une société, sans en partager les risques : la prétention est révoltante ; il ne faut pas chercher hors de la lettre du pacte une iniquité consommée par la lettre même du pacte »<sup>720</sup>. La loi du 4 janvier 1978 est venue clarifier cette disposition en y ajoutant l'alinéa 3.*

Une société ne saurait ainsi être constituée en l'absence de volonté des associés de contribuer aux pertes. C'est, par exemple, un élément sans lequel une société créée de fait ne peut être caractérisée<sup>721</sup>. L'absence de contribution aux pertes d'un associé peut encore entraîner la requalification de la société<sup>722</sup>. Lorsque la qualification du contrat ne fait pas de doute, la sanction des clauses léonines posée par l'article 1844-1 du Code civil permet d'assurer l'effectivité du dernier alinéa de l'article 1832 : chaque associé s'engage à contribuer aux pertes et toute clause exonérant un associé de la totalité des pertes ou mettant à sa charge l'intégralité des pertes doit être réputée non écrite<sup>723</sup>.

Mais mentionnons dès à présent que, si le législateur semble parfois tenir pour acquis que la contribution aux pertes est gage du risque de perte, les deux notions ne coïncident pas. Supporter le risque de perte suppose de s'engager à contribuer aux pertes. Mais cela n'y suffit pas. Les formes de matérialisation du risque sont également plus diverses que les modalités de la contribution aux pertes. Celles-ci méritent d'être explicitées.

**116. – Engagement de la responsabilité illimitée.** Le risque de perte peut en premier lieu se matérialiser par l'engagement de la responsabilité illimitée des associés au titre de la contribution aux pertes. En principe, cette dernière est différée à la dissolution de la société<sup>724</sup>. Mais dans certaines circonstances, elle peut se concrétiser en cours de vie sociale.

---

<sup>720</sup> J.-E.-M. PORTALIS, F.-D. TRONCHET, F.-J.-J. BIGOT-PREAMENEU et J. MALEVILLE, *Discours préliminaire au premier projet de Code civil*, in *Recueil complet des discours prononcés lors de la présentation du Code civil par les divers orateurs du Conseil d'État et du Tribunat*, t. 1, *Discours*, Firmin Didot Frères, 1838, p. 19.

<sup>721</sup> Par ex., Cass. com. 25 juillet 1949, *Bull. civ. IV* 1949, n° 307, p. 784 ; *JCP* 1950, II, 5798, 1<sup>ère</sup> esp., obs. D. BASTIAN ; Cass. com. 29 juin 1959, *D.* 1959, somm. 114 ; Cass. com. 15 juill. 1969, *Bull. civ. IV*, n° 271 ; Cass. com. 22 mai 1970, *D.* 1970, somm. 169 ; *Rev. sociétés* 1971, p. 66, note B. BOULOC ; Cass. com. 17 mai 1983, *D.* 1985, II, p. 125, obs. Y. CHARTIER ; Cass. com. 21 avr. 1992, n° 90-20451, *Bull. Joly* 1992, p. 666, note A. CUISANCE ; Paris 17 mars 1998, *RTD com.* 1998, p. 362, obs. CL. CHAMPAUD et D. DANET ; Cass. com. 29 janv. 2008, n° 06-15698, *JCP éd. E* 2008, n° 17, 1550, note A. VIANDIER.

<sup>722</sup> Par ex., Cass. com. 12 déc. 1978, *Bull. civ. IV* 1978, n° 306, p. 252.

<sup>723</sup> Sur les clauses léonines, V. *infra* n° 242 et s.

<sup>724</sup> V. notamment Cass. com. 3 mars 1975, n° 73-13721, *Bull. civ. IV* 1975, n° 68, p. 56 ; *Rev. sociétés* 1975, p. 454, note D. RANDOUX ; *RTD com.* 1976, p. 111, note CL. CHAMPAUD ; Cass. com. 13 nov. 2003, n° 01-14062, *Bull. civ. IV* 2003, n° 169, p. 186 ; *Rev. sociétés* 2004, p. 365, note D. RANDOUX ; *RTD com.* 2004, p. 109, note CL. CHAMPAUD et D. DANET.

En cas d'insuffisance de l'actif social pour désintéresser les créanciers, après que ceux-ci auront vainement mis en demeure la société<sup>725</sup>, les associés seront amenés à régler les dettes sociales sur leur patrimoine personnel, subissant ainsi un risque illimité. À ce stade, le risque social ne s'est cependant pas encore pleinement réalisé. Un associé a pu régler une somme moindre ou supérieure à la perte qu'il devra réellement supporter. Ainsi, lorsque la responsabilité est solidaire, l'associé ayant réglé le créancier disposera de recours contributifs contre ses coassociés. Surtout, les associés peuvent encore espérer le recouvrement de leur créance auprès de la société, soit que celle-ci n'ait pas désintéressé les créanciers alors que l'actif social aurait pu y suffire, soit qu'elle revienne à meilleure fortune. Seul le calcul de la contribution aux pertes à la dissolution de la société permettra de déterminer la perte définitivement subie<sup>726</sup>.

En cours de vie sociale, la contribution aux pertes peut résulter d'une clause statutaire<sup>727</sup> ou d'une délibération sociale adoptée à l'unanimité<sup>728</sup>, ou encore être prévue par la loi comme c'est le cas dans les sociétés de construction<sup>729</sup>.

La responsabilité illimitée des associés constitue ainsi l'un des aspects du risque de perte. Il recoupe en cela la contribution aux pertes. Et si celle-ci peut être réglée par des modalités inégalitaires, la prohibition des clauses léonines assure qu'aucun ne s'en exonère. Ce risque est augmenté, ou remplacé dans les sociétés à risque limité, par celui pesant sur les apports effectués.

**117. – Perte des apports.** Le risque de perte se manifeste ensuite dans le risque de non-reprise de l'apport que tout associé doit effectuer au regard des prescriptions de l'article 1832 du Code civil : tout associé est apporteur en ce qu'il a lui-même personnellement effectué l'apport lors de la constitution de la société ou d'une augmentation de capital, ou parce qu'il a succédé aux droits d'un apporteur antérieur. L'obligation d'apporter n'a cependant pas une portée similaire dans toutes les sociétés. Dans les sociétés à risque illimité, le risque social réside avant tout dans la possibilité d'engagement de la responsabilité indéfinie des associés. Mais dans les sociétés où la responsabilité est limitée, les apports en constituent la seule mesure. Le législateur s'assure alors

---

<sup>725</sup> Dans les sociétés en nom collectif, une mise en demeure par acte extrajudiciaire restée vaine suffit, aux termes de l'article L. 221-1 du C. com.

<sup>726</sup> V. sur cette question, F.-X. LUCAS, note sous Versailles 7 sept. 2000, *Bull. Joly* 2000, p. 1175.

<sup>727</sup> Cass. com. 31 mars 2004, n° 00-17423, *Bull. Joly* 2004, p. 1409, note P. MOUSSERON ; Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-13304, *Bull. civ. IV* 2005, n° 36, p. 41 ; *D.* 2005, p. 892, note A. LIENHARD ; *Rev. sociétés* 2005, p. 820, note D. PORACCHIA.

<sup>728</sup> Cass. com. 30 nov. 2004, n° 01-12063, *Bull. Joly* 2005, p. 631, note F.-X. LUCAS ; Cass. com. 5 mai 2009, n° 08-14044, *Bull. Joly* 2009, p. 857, note J.-P. GARÇON ; Cass. com. 9 mars 2010, n° 09-13036, *Dr. sociétés* 2010, n° 5, p. 21, note H. HOVASSE.

<sup>729</sup> Art. L. 211-3 C. constr. hab. dans les sociétés de construction-vente, art. L. 212-3 dans les sociétés de construction-attribution, art. L. 213-10 dans les sociétés coopératives de construction.

de la réalité de l'apport effectué, en réglementant sa libération<sup>730</sup> et en prévoyant une procédure d'évaluation des apports en nature<sup>731</sup>.

L'apport en pleine propriété, qu'il soit en numéraire ou en nature, constitue le cas le plus simple. L'associé ne récupérera la chose apportée qu'à la dissolution de la société, une fois les créanciers désintéressés. Le risque de perte se concrétise lorsque la reprise ne peut se faire. Il est cependant des cas où cette matérialisation se produit en cours de vie sociale, lors d'une réduction de capital motivée par des pertes. La perte de l'apport peut être partielle – si la société procède à une diminution de la valeur nominale des parts ou à la suppression de certaines parts – ou totale – en cas de coup d'accordéon<sup>732</sup>. Les apports en jouissance et en industrie ont soulevé plus de difficultés.

Des critiques véhémentes ont été adressées à l'encontre des premiers, certains doutant de leur licéité au motif notamment qu'ils permettaient à l'associé, apporteur en jouissance, de s'exonérer de toute perte sociale<sup>733</sup>. La légalité de ce type d'apport ne fait cependant plus de doute puisque l'article 1843-3 du Code civil en prévoit expressément la possibilité, qu'il porte sur des corps certains ou des choses fongibles. Il est en outre possible d'affirmer que l'apporteur en jouissance, comme l'apporteur en pleine propriété, a vocation à contribuer aux pertes<sup>734</sup>. Il a été soutenu que l'apporteur en jouissance a un droit de reprise sur le bien apporté, dont la propriété n'a pas été transmise à la société, lors de la dissolution de la société<sup>735</sup>. Il serait ainsi assuré de récupérer cet apport et ne subirait en conséquence aucun risque de perte<sup>736</sup>. Pourtant, une autre analyse peut être admise. L'objet de l'apport n'est pas le bien mis à la disposition de la société mais le droit de jouissance sur ce bien. Le droit de reprise de l'associé sur son apport ne saurait dès lors porter sur le bien lui-même. Ce bien dont la propriété n'a jamais été transférée à la

---

<sup>730</sup> Art. L. 223-7, L. 225-3 C. com. V. *supra* n° 96.

<sup>731</sup> Art. L. 223-9, L. 225-8 et s. C. com.

<sup>732</sup> Admettant la validité du coup d'accordéon, que le droit préférentiel de souscription soit ou non maintenu : Cass. com. 17 mai 1994, n° 91-21364, *Bull. civ. IV* 1994, n° 183, p. 145 ; *Bull. Joly* 1994, p. 816, note J.-J. DAIGRE ; *Defrénois* 1994, p. 1035, note H. HOVASSE ; *Rev. sociétés* 1994, p. 485, note S. DANA-DEMARET ; *Dr. sociétés* juillet 1994, n° 142, p. 16, note H. LE NABASQUE ; *RTD com.* 1996, p. 73, obs. B. PETIT et Y. REINHARD ; Cass. com. 10 oct. 2000, n° 98-10236, *JCP éd. E* 2001, p. 85, note A. VIANDIER ; *Dr. sociétés* fév. 2001, n° 20, p. 10, note T. BONNEAU ; *Bull. Joly* 2001, p. 181, note P. SCHOLER ; Cass. com. 18 juin 2002, n° 99-11999, *Bull. civ. IV* 2002, n° 108, p. 116 ; *D.* 2002, p. 2190, obs. A. LIENHARD et p. 3264, note J.-C. HALLOUIN ; *JCP* 2002, II, 10180, note H. HOVASSE ; *JCP éd. E* 2002, 1556, note A. VIANDIER ; *Bull. Joly* 2002, p. 1221, note S. SYLVESTRE ; *Rev. dr. bancaire et financier* sept.-oct. 2002, n° 207, p. 277, note A. COURET ; *RTD com.* 2002, p. 496, note J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD.

<sup>733</sup> Par ex. CH. DEFRENOIS, *Rep. gén. notariat*, 1926, art. 21182.

<sup>734</sup> La question ne se pose pas dans les sociétés à risque illimité, où l'apporteur en jouissance engage quoi qu'il en soit sa responsabilité de manière indéfinie.

<sup>735</sup> Dans le cas d'une chose fongible, la propriété est transférée mais la société a la charge « d'en rendre une pareille quantité, qualité et valeur ». Art. 1843-3 C. civ.

<sup>736</sup> Par ex. Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 1, *ouvr. préc.*, n° 210.

société fait l'objet, non d'un droit de reprise, mais d'un droit de restitution<sup>737</sup>. S'il s'agit de choses de genre, la restitution s'exerce par équivalent<sup>738</sup>. Le droit de reprise s'exerce quant à lui sur l'apport lui-même. Celui-ci consistant en un droit de jouissance, la reprise ne peut s'envisager que par équivalent<sup>739</sup>. Celle-ci n'a lieu qu'une fois l'intégralité des créanciers désintéressée et sur un pied d'égalité avec les autres associés : l'apporteur en jouissance court donc un véritable risque de perte et non un simple manque à gagner<sup>740</sup>.

Des observations similaires pourraient être formulées concernant les apports en industrie. Ceux-ci, ne pouvant servir de gage aux créanciers, ont longtemps fait l'objet d'une forte suspicion<sup>741</sup>. L'apporteur, en outre, ne contribuerait pas aux pertes<sup>742</sup>. La loi leur réserve toujours un rôle de « *seconde zone* »<sup>743</sup>, en prévoyant que « *la part de l'associé qui n'a apporté que son industrie est égale à celle de l'associé qui a le moins apporté* »<sup>744</sup>, sauf clause contraire. Pourtant, un raisonnement semblable à celui tenu en matière d'apports en jouissance pourrait être mené<sup>745</sup>. Tout apport en industrie est susceptible d'évaluation monétaire<sup>746</sup>, tout comme un apport en jouissance ou un apport en propriété. Il est d'ailleurs certains types de sociétés où l'industrie des associés est la source essentielle des bénéfices<sup>747</sup>. Il serait donc envisageable que ces apports soient intégrés au capital social et fassent l'objet d'une reprise par équivalent<sup>748</sup>. Cela n'est cependant pas l'état du droit positif, l'obstacle essentiel à l'intégration de cet apport au capital social étant qu'il ne peut

---

<sup>737</sup> En ce sens, C. REGNAUT-MOUTIER, *La notion d'apport en jouissance*, Préf. J. Prieur, LGDJ, 1994, n° 83 et s. V. égal. L. GODON, « L'apport en jouissance d'actions », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 795.

<sup>738</sup> Art. 1843-3 C. civ.

<sup>739</sup> C. REGNAUT-MOUTIER, *ouvr. préc.*, n° 82.

<sup>740</sup> V. sur ce débat, A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 54.

<sup>741</sup> Par ex., P. COURTOIS, *Les apports dans les sociétés à responsabilité limitée*, LGDJ, 1929, p. 74 et s. ; J. HEMARD, note sous Cass. com. 23 oct. 1984, *Rev. sociétés* 1985 p. 625 ; G. LIET-VEAUX, « Une pomme de discorde : les apports en industrie dans les sociétés civiles professionnelles », *Gaz. Palais* 1966, doct. 110 ; E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, t. 1, 4<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1931, p. 184. V. égal. H. BLAISE, *L'apport en société*, Imprimeries réunies, 1955, spéc. n° 128 ; C. MALECKI, « L'apporteur en savoir-faire : du mal-aimé au bien-aimé ? », *Bull. Joly* 2004, p. 1169 ; T. MASSART, « La société sans apport », *Études de droit privé – Mélanges offerts à Paul Didier*, préc.

<sup>742</sup> Là encore, la question ne se pose pas dans les sociétés à risque illimité, puisque l'apporteur en industrie engage quoi qu'il en soit sa responsabilité de manière indéfinie.

<sup>743</sup> Y. GUYON, *ouvr. préc.*, n° 108.

<sup>744</sup> Art. 1844-1 al. 1 C. civ.

<sup>745</sup> Rapp. L. NURIT-PONTIER, « Repenser les apports en industrie », *Les Petites aff.* 3 juill. 2002, p. 4.

<sup>746</sup> Sur l'évaluation des apports en industrie, V. par ex. : A. THEIMER, « Les apports en industrie dans la société par actions simplifiée », *JCP éd E* 2009, n° 29, p. 27, spéc. n° 20 et s. ; *Dr. sociétés* 2009 n° 11, p. 8.

<sup>747</sup> Il en est ainsi notamment dans les sociétés civiles. V. Y. GUYON, « Les apports en industrie dans les sociétés civiles professionnelles », *Defrénois* 1999, p. 3, spéc. n° 2 ; J. BARDOUL, « Les apports en industrie dans les sociétés civiles professionnelles », *Rev. sociétés* 1973, p. 413 ; H. HOVASSE, « Les parts d'industrie dans les sociétés civiles professionnelles », in *Mélanges J. Foyer*, Economica, 2008, p. 551. V. égal. S. SCHILLER, P. ETAIN, A.-S. KERFANT, B. DELAFAYE, P.-J. FAUDEL et B. ZAGDOUL, « L'apport en industrie », *Actes prat. et ing. soc.* 2010, n° 110, p. 7.

<sup>748</sup> Rapp. sur l'apport en usufruit : H. LE NABASQUE, « La fin de la connexion apports/capital ? », in *Quel avenir pour le capital social*, sous la direction de A. Couret et H. Le Nabasque, Dalloz, 2004, p. 104, spéc. p. 110

servir de gage au créancier<sup>749</sup>. On ne saurait pourtant affirmer que l'apporteur en industrie ne contribue pas aux pertes. La reprise de l'apport lors de la dissolution de la société n'étant pas prévue<sup>750</sup>, le risque de perte ne peut, il est vrai, résider dans la possibilité de non-reprise. Un arrêt isolé a considéré que l'apporteur en industrie avait le droit d'obtenir l'attribution préférentielle des biens issus de son travail<sup>751</sup>. Certains en ont déduit l'admission d'un droit de reprise de ses apports. La validité d'une telle déduction est cependant incertaine. Un bien peut, en effet, faire l'objet d'une attribution préférentielle, non seulement dans le cadre d'une reprise d'apports, mais également dans celui du partage du *boni* de liquidation<sup>752</sup>. Admettre que l'apporteur en industrie peut obtenir l'attribution préférentielle d'un bien qu'il a mis en valeur par son industrie, n'est donc pas nécessairement admettre qu'il a un droit de reprise sur ces biens. En revanche, l'apporteur en industrie fournit une prestation pour laquelle il ne reçoit aucune rémunération prédéterminée et dont la reprise ne sera pas possible. Il nous est donc permis de penser que sa part dans les bénéfices inclut nécessairement ces deux considérations et son évaluation devrait donc s'en trouver majorée<sup>753</sup>, de telle sorte que le risque de perte se matérialisera alors en cas d'absence ou d'insuffisance des dividendes perçus<sup>754</sup>. C'est cette conception que la Cour de cassation a privilégiée en énonçant que la contribution aux pertes d'un apporteur en industrie résulte de la privation des fruits de son travail<sup>755</sup>.

**118. – Autres composantes.** Le risque de perte ne se matérialise toutefois pas uniquement lors de la mise en œuvre de la contribution aux pertes. Cette dernière a lieu, par principe, à la dissolution de la société. Mais il ne faudrait en déduire que celui qui cède ses droits sociaux avant ce terme n'a pas couru de risque ou que ce risque n'a pu se concrétiser. En cours de vie sociale, les pertes subies par la société engendreront une dépréciation des droits sociaux, qui se répercutera sur la valorisation du patrimoine de l'associé. La situation de l'associé peut en être affectée, comptablement et fiscalement par exemple lorsqu'il est une personne morale. Et en cas de cession à titre onéreux, l'évaluation des droits sociaux intègrera les pertes éventuelles subies

---

<sup>749</sup> V. T. MASSART, *art. préc.*

<sup>750</sup> Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 19 avr. 2005, n° 01-17226, *Bull. civ.* I, n° 187 ; *D.* 2005, p. 1230, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2005, p. 527, note CL. CHAMPAUD et D. DANET ; *RTD com.* 2005, p. 785, note L. GROSCLAUDE ; *Bull. Joly* 2005, p. 1276, note J.-J. DAIGRE ; *Rev. sociétés* 2006, p. 111, obs. D. PORACCHIA.

<sup>751</sup> Cass. 1<sup>re</sup> civ. 30 mai 2006, n° 04-14749, *RTD civ.* 2006, p. 589, note T. REVET.

<sup>752</sup> V. art. 1844-9 al. 2 du C. civ. renvoyant aux règles concernant le partage des successions « y compris l'attribution préférentielle » (art. 831 et s. C. civ.) et art. 1844-9 al. 3. V. égal. CH. HANNOUN, « Liquidation et partage », *Rép. Dalloz* avril 2007, mise à jour mars 2012, n° 528.

<sup>753</sup> Sur l'évaluation des apports en industrie et les droits pécuniaires des apporteurs, V. S. SCHILLER, P. ETAIN, A.-S. KERFANT, B. DELAFAYE, P.-J. FAUDEL et B. ZAGDOUL, *art. préc.*

<sup>754</sup> Comp. M. BUCHBERGER, *ouvr. préc.*, n° 72 qui considère que l'apporteur en industrie contribue aux pertes puisqu'il perd, en toute hypothèse, son apport, étant dépourvu de droit de reprise. *Contra* L. NURIT-PONTIER, « Repenser les apports en industrie », *Petites affiches* 3 juil. 2002, n° 132, p. 4, spéc. n° 28, qui refuse que le seul manque à gagner puisse constituer une modalité de contribution aux pertes et prône que l'apporteur en industrie contribue en sus aux pertes sociales.

<sup>755</sup> Cass. req., 31 janv. 1917, *Journ. sociétés* 1918, p. 158, note H.B.

par la société. S'il est vrai qu'il n'est aucune garantie que cette évaluation soit exacte<sup>756</sup>, elle correspond du moins à l'appréciation que les parties font de la valeur des droits au moment du transfert et à leur anticipation des flux que les parts ou actions dégageront en fonction des pertes subies. Ainsi, tout au long de la vie sociale, l'associé n'a en principe pas à contribuer aux pertes. Mais les pertes de la société ne lui sont pas indifférentes : elles affectent sa situation patrimoniale. En cela, il court un risque, peu importe qu'il décide de rester jusqu'au terme de la société ou de céder ses droits sociaux à titre onéreux ou à titre gratuit.

Remarquons cependant que si les modalités de la contribution aux pertes sont distinctes des formes de réalisation du risque, la contribution aux pertes est une condition du risque social. C'est parce que l'associé s'est engagé à contribuer aux pertes que la mauvaise santé financière de la société retentit sur sa situation patrimoniale. La contribution aux pertes n'est toutefois pas une condition suffisante du risque social. Il peut en effet advenir qu'un associé ait vocation à participer aux pertes – au sens où il pourrait perdre son apport ou engager sa responsabilité illimitée – mais ne coure pas le risque de perte. Il a pu ainsi couvrir ce risque auprès d'un tiers qui se serait engagé à lui rembourser son apport, les sommes qu'il aurait eu à déboursier ou la moins-value de cession qu'il aurait eu à subir. La contribution est intacte mais le risque est couvert. Celle-ci est en effet une notion d'ordre technique, mais elle est vide de toute signification économique. Si, le plus souvent, contribution et risque se superposent, des exceptions ne peuvent donc être exclues.

## 2. Corrélation avec la notion d'associé

**119. – Présentation.** Les notions de contribution aux pertes et de risque de perte sont donc proches sans se superposer pour autant. Si tout associé s'engage à contribuer aux pertes au sens de l'article 1832 du Code civil, il n'est pas garanti qu'il assume effectivement un risque de perte. Mais une tendance à l'assimilation des deux notions se dessine nettement tant en doctrine qu'en jurisprudence, de sorte qu'on en est venu insensiblement à considérer que l'associé court nécessairement le risque social, du fait des prescriptions de l'article 1832.

**120. – Contribution aux pertes et qualité d'associé.** Tout associé s'engage à contribuer aux pertes. L'article 1832 l'énonce aujourd'hui clairement. Il peut perdre son apport, ou plus si sa responsabilité est indéfinie, et l'obligation d'apporter découle de la définition même de la société. Encore faut-il, pour que les associés courent un risque effectif, que la répartition des pertes entre

---

<sup>756</sup> V. M. BUCHBERGER, *ouvr. préc.*, n° 68 ; T. MASSART, note sous Paris, 21 déc. 2001, *Bull. Joly* 2002, p. 499 ; A. PIETRANCOSTA, « Promesses d'achat de droits sociaux et clauses « léonines » : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil », *RLDA* janv. 2006, p. 67, spéc. n° 15.

les associés ne soit pas l'éonine : l'article 1844-1 y veille. La qualité d'associé suppose donc la contribution aux pertes. Et il a pu arriver que certains acteurs de la vie sociale se voient refuser cette qualification au motif qu'ils n'y participaient pas. Quelques illustrations peuvent en être brièvement données.

Il en est ainsi des porteurs de parts de fondateur ou parts bénéficiaires, titres négociables qui donnent à leur porteur un droit dans les bénéfices, généralement remis aux fondateurs afin de les rémunérer des services rendus lors de la création de la société. Le développement de ces parts dans les sociétés par actions, au XIX<sup>ème</sup> siècle, s'appuyait sur le principe de liberté contractuelle, en l'absence de tout texte contraire<sup>757</sup>. Mais leur nature a rapidement fait débat<sup>758</sup>. Les porteurs n'avaient effectué aucun apport mais jouissaient d'un droit sur les bénéfices. Certains soutenaient alors qu'ils avaient la qualité d'actionnaire puisqu'ils participaient de manière stable et permanente aux bénéfices<sup>759</sup>. D'autres avançaient au contraire que les bénéficiaires n'étant pas apporteurs, ne contribuaient pas aux pertes : ils ne pouvaient donc se voir reconnaître la qualité d'associé<sup>760</sup>. En pratique, cette différence de situation entraînait une divergence d'intérêts et cela s'est avéré source de conflit<sup>761</sup>. Le législateur a finalement tranché en faveur de la seconde position. La loi du 23 janvier 1929 a organisé le régime des parts de fondateurs et il a été précisé à cette occasion : « *Ces titres qui sont en dehors du capital social, ne confèrent pas à leurs propriétaires la qualité d'associé* »<sup>762</sup>. Les porteurs de parts de fondateur n'ont donc pas la qualité d'associé et ne peuvent bénéficier en conséquence des droits qui y sont attachés, notamment du droit de vote<sup>763</sup>. Au vu des difficultés

---

<sup>757</sup> G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1775.

<sup>758</sup> Sur les différentes analyses de la nature des parts de fondateur, V. J. RAULT, *Traité des parts de fondateur*, préf. Ch. Lyon-Caen, LGDJ, 1930, p. 28 et s.

<sup>759</sup> CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, 1<sup>ère</sup> partie, 4<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1908, n° 560 bis ; E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 3<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1904, n° 520 (l'auteur a cependant modifié sa position dans les éditions ultérieures).

<sup>760</sup> R. ROUSSEAU, *Traité théorique et pratique des sociétés commerciales*, t. 1, n° 1185 et s. : « *Si l'on rangeait les parts de fondateur parmi les parts sociales, on méconnaîtrait d'abord cette règle essentielle, formulée par l'art. 1855 C. civ., suivant laquelle tout associé doit participer aux aléas de la société. Ce principe est évidemment inapplicable au porteur de part. Ce porteur touche bien une portion des bénéfices, mais il est soustrait aux chances de pertes.* » ; E. THALLER, Revue et mise à jour par J. PERCEROU, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1, 8<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1931, n° 639 et s. V. égal. E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, t. 3, 4<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1931, n° 442 ; P. CHESNELONG, *Le droit de vote dans les assemblées générales des sociétés par actions*, Impr. Saint-Cyprien, 1924, p. 39.

<sup>761</sup> V. G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.* ; P. BEL, *Le groupement des parts bénéficiaires et la loi du 23 janvier 1929*, Impr. A. Rey, 1929, p. 9 et s.

<sup>762</sup> Art. 1<sup>er</sup> loi du 23 janv. 1929. V. P. CORDONNIER, « La loi du 23 janvier 1929 sur les parts bénéficiaires », *J. sociétés* 1929, p. 257 et s. et p. 321 et s. ; G. GABOLDE, « La situation des porteurs de parts de fondateur depuis la loi du 23 janvier 1929 », *DH* 1930, p. 17. V. égal. A. BOUGNOUX, « Parts de fondateur ou parts bénéficiaires », *J.-Cl. sociétés*, fasc. 2010 et 2012, janv. 2008.

<sup>763</sup> Sur la question du droit de vote spécifiquement, V. P. VIDAL, *Les rapports des actionnaires et des porteurs de parts de fondateur dans les sociétés anonymes*, Ed. du Berry, 1921, p. 33 et s.

posées par la nature de ces parts, la loi du 24 juillet 1966 a pris le parti d'interdire pour l'avenir leur émission et a facilité leur rachat par les sociétés<sup>764</sup>.

Un raisonnement similaire a été développé quant aux « actions rouges », qui n'ont aujourd'hui qu'un intérêt historique. Cette pratique, fondée là encore sur le principe de liberté contractuelle en l'absence de texte contraignant, s'est développée dans les sociétés par actions au XIX<sup>ème</sup> siècle. Avaient été émis des titres se distinguant des autres actions par leur rédaction à l'encre rouge et donnant au porteur le choix entre qualité d'associé et qualité de créancier<sup>765</sup>. Cela revenait de fait à reconnaître aux porteurs des droits d'associé, sans qu'ils ne contribuent aux pertes sociales. La jurisprudence a rapidement eu à connaître de cette pratique qu'elle a condamnée en considérant que les porteurs qui avaient joui des prérogatives sociales étaient tenus de participer aux pertes<sup>766</sup>. Remarquons qu'aujourd'hui, l'article L. 228-91 du Code de commerce précise : « *Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créances. Toute clause contraire est réputée non écrite* ».

C'est encore sur le terrain de la contribution aux pertes que l'attribution gratuite d'actions, prévue par la loi de finances du 30 décembre 2004<sup>767</sup>, a été discutée. Ce mécanisme permet aux sociétés par actions d'attribuer « gratuitement » aux salariés et mandataires sociaux des actions nouvellement émises ou existantes. Les bénéficiaires n'apportent donc aucune contrepartie : on a pu soutenir qu'en conséquence, il ne contribuaient pas aux pertes<sup>768</sup>. Il faut cependant remarquer que ces actions, si elles sont nouvellement émises, résultent d'une augmentation de capital par incorporation de réserves<sup>769</sup>. Si elles proviennent d'une opération de rachat, elles ont également

---

<sup>764</sup> Sur la procédure de rachat, v. Y. GUYON, note sous Cass. com. 21 mai 1973, *D.* 1974, p. 89.

<sup>765</sup> J. HILAIRE, *préc.*, n°121 ; J. HILAIRE, *Le Droit, les Affaires et l'Histoire*, Economica, 1995, p. 176 ; A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 39. Ces actions pouvaient cependant prendre des formes plus diverses selon les sociétés.

<sup>766</sup> V. par ex. Cass. 8 mars 1848, *DP* 1948, 1, p. 87, affaire où les propriétaires des titres prétendaient les détenir en nantissement.

<sup>767</sup> La procédure existait dans les entreprises publiques, v. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 22. Des sociétés privées avaient tenté d'y recourir, mais la COB puis l'AMF avaient strictement encadré cette pratique : *Bull. COB* mars 2002, p. 89 ; *Bull. COB* juin 2003, p. 55 ; *Bull. AMF* juil.-août 2004, p. 21. V. égal. F. BASDEVANT et F. MARTIN LAPRADE, « L'attribution gratuite d'actions », *Actes pratiques et ing. soc.* janv.-fév. 2012, p. 3 ; S. PLANTIN, « L'attribution d'actions gratuites d'actions », *JCP éd. E* 2005, n° 13, p. 524 ; J.-PH. DOM, « L'attribution gratuite d'actions », *Bull. Joly* 2005, p. 187 ; A. THEIMER, « Emission d'actions gratuites au profit des salariés et des dirigeants, la problématique de la souscription », *JCP éd. E* 2005, n° 20, p. 730. V. égal. sur la loi n°80-834 du 24 octobre 1980 : Y. GUYON, « La distribution gratuite d'actions aux salariés », *JCP* 1981, I, 3006 ; M. VASSEUR, « La loi du 24 octobre 1980 créant une distribution gratuite d'actions en faveur des salariés des entreprises et les principes du droit français », *D.* 1981, chron p. 63 ; A. VIANDIER, « La loi créant une distribution gratuite d'actions aux salariés », *Rev. sociétés* 1981, p. 475.

<sup>768</sup> V. sur cette question, M. GERMAIN et V. MAGNIER, « Propos introductifs – Les apports » : entre passé et avenir, in *L'apport en société dans tous ses états*, Colloque du 17 nov. 2009 organisé par le Master 2 juriste d'affaires de la Faculté Jean Monnet, *Bull. Joly* 2009, p. 1148.

<sup>769</sup> Rapp. F. MARTIN LAPRADE, « L'augmentation de capital consécutive à une attribution gratuite d'actions nouvelles ne résulte pas d'une incorporation de réserves mais d'une compensation de créance », *JCP éd. E* 2007, n° 8, p. 1218 ; « Apport et contrepartie », in *L'apport en société dans tous ses états*, *préc.*, p. 1170.



été émises contre un apport dont la valeur est venue augmenter le capital social et les nouveaux actionnaires succèdent aux droits des anciens. La situation du bénéficiaire est donc très différente de celle du porteur de parts de fondateur dont les titres ne résultent d'aucun apport. Si le bénéficiaire ne réalise pas formellement un apport au moment de l'attribution des actions, à l'instar d'un donataire d'actions ou qu'un acquéreur sur le marché secondaire, on ne peut pour autant lui dénier la qualité d'apporteur. Remarquons en outre que « *le monde des sociétés par actions n'est pas œuvre de philanthropie* »<sup>770</sup>. Cette attribution a donc nécessairement une contrepartie : si celle-ci n'est pas clairement formalisée, elle existe économiquement. Elle peut être considérée comme une forme de rémunération de ses attributaires<sup>771</sup>. L'attribution gratuite d'actions est d'ailleurs enfermée dans un cadre strict<sup>772</sup> qui permet d'éviter les abus et d'assurer son utilité pour la société. Quoi qu'il en soit – et même si l'on devait considérer que les actions sont attribuées sans aucune contrepartie –, il ne nous semble pas possible de nier que les bénéficiaires contribuent aux pertes<sup>773</sup> : le risque de non-reprise, lors de la dissolution de la société, de la somme correspondant à la valeur nominale de leur titre, qui a été intégrée *ab initio* au capital social, auquel s'ajoute le risque de dévaluation des actions.

**121. – Risque de perte et qualité d'associé.** Tout associé s'engage à contribuer aux pertes. Et à l'examen de la doctrine et de la jurisprudence, on se rend compte que la contribution aux pertes a été fréquemment assimilée au risque de perte<sup>774</sup>. Les deux termes sont employés indifféremment ; les raisonnements se fondent sur l'idée de risque comme sur celle de contribution aux pertes. Or si l'on confond les deux notions, on peut en inférer que tout associé est présumé assumer le risque social.

Les arrêts rendus par la chambre commerciale de la Cour de cassation, relatifs au caractère léonin des promesses d'achat de droits sociaux à prix plancher, témoignent de cette ambiguïté. Souvent, elle a soutenu que de telles promesses – satisfaisant un certain nombre de conditions – étaient sans incidence sur la contribution aux pertes sociales pour écarter leur caractère léonin<sup>775</sup>. Elle pouvait suggérer ainsi que l'article 1844-1 al. 2 prohibe les clauses exonérant un associé de

---

<sup>770</sup> J.-PH. DOM, « L'attribution gratuite d'actions », *art. préc.*

<sup>771</sup> En ce sens, *Bull. AMF préc.*

<sup>772</sup> V. J.-PH. DOM, *préc.* ; D. LABARTHETTE, « Les plans de stock-options à l'épreuve des attributions gratuites d'actions », *JCP éd. E* 2006, n° 14, p. 1576 ; P. LE CANNU, « Sociétés par actions : les attributions gratuites d'actions », *RTD com.* 2005, p. 773 ; M. STORCK, « La loi de finances pour 2005 instaure un régime attractif d'attribution gratuite d'actions par les sociétés, cotées ou non, au profit de leurs salariés et dirigeants », *RTD com.* 2005, p. 138.

<sup>773</sup> En ce sens, J.-PH. DOM, *art. préc.*

<sup>774</sup> V. sur ce constat mais en tirant d'autres conclusions, M. CAFFIN-MOI, « Pour un cantonnement de l'exigence de contribution aux pertes », in *Mélanges en l'honneur de Ph. Merle*, à paraître, spéc. n° 20 et 21.

<sup>775</sup> Par ex. Cass. com. 10 janv. 1989, n° 87-12155, *Bull. civ. IV* 1989, n° 19, p. 11 ; Cass. com. 24 mai 1994, n° 92-14380, *Bull. civ. IV* 1994, n° 189, p. 151 ; Cass. com. 16 nov. 2004, n° 00-22713, *Bull. civ. IV*, n° 197, p. 224.

toute contribution aux pertes, peu important le sort du risque de perte<sup>776</sup>. Mais une autre interprétation était possible. Sa motivation pouvait en effet signifier que, si ces conventions étaient considérées comme « sans incidence sur la contribution aux pertes », c'était que l'exonération était leur effet mais non leur objet. Or ces promesses altèrent le risque de perte, mais non la contribution<sup>777</sup>. Le bénéficiaire continue en effet d'être engagé vis-à-vis de la société à perdre son apport, le cas échéant. Il se couvre en revanche économiquement en s'assurant de pouvoir céder ses droits sociaux et en se protégeant contre toute moins-value de cession. Les juges assimileraient ainsi une moins-value de cession à une modalité de contribution aux pertes<sup>778</sup>. Le terme de contribution était-il alors employé pour celui de risque ? Par la suite, la Cour a admis qu'une convention ne contrevenait pas aux prescriptions de l'article 1844-1 al. 2 parce que le jeu des promesses conclues laissait subsister un risque de disparition ou de dépréciation des actions pour écarter le caractère léonin de la promesse<sup>779</sup>. À moins que les termes aient été utilisés l'un pour l'autre dans les arrêts précédents, la Cour semble, ce faisant, offrir un champ d'application plus large à la prohibition des clauses léonines dans ces derniers arrêts. Seraient interdites non seulement les conventions exonérant un associé de sa contribution aux pertes, mais aussi celles qui la laisseraient subsister techniquement mais feraient disparaître le risque de perte. La Cour de cassation paraît désormais avoir délaissé cette seconde motivation ; mais la référence à la contribution aux pertes a également disparu des arrêts les plus récents<sup>780</sup>. Quoi qu'il en soit, ces fluctuations dans la motivation des arrêts témoignent de la proximité de ces deux notions et de l'équivoque qui les entoure.

Cette tendance à assimiler ces deux termes est loin d'être récente. Elle paraît d'ailleurs expliquer l'attention que les rédacteurs du Code civil ont accordée à la contribution aux pertes sans jamais que la notion de risque ne soit explicitement abordée. D'évidence, la contribution aux pertes suffit le plus souvent à inférer le risque. Les cas de couverture demeurent pathologiques et les notions se superposent fréquemment. On peut encore avancer qu'au début du XIX<sup>ème</sup> siècle, la petite société de personnes était le modèle dominant. Les situations de couverture qui venaient à l'esprit étaient essentiellement les hypothèses où un ou plusieurs associés parvenaient à se faire consentir un avantage par un coassocié. Le recours à la contribution aux pertes suffisait à les appréhender, soit que la clause avait pour objet d'exonérer un associé de sa contribution aux pertes, soit qu'elle n'affectait pas directement les modalités de contribution mais revenait à contourner cette exigence. C'est le développement des sociétés de grande taille à l'*intuitus personae*

---

<sup>776</sup> V. sur cette question *infra* n° 246.

<sup>777</sup> V. E. SCHLUMBERGER, *th. préc.*, n° 253 et s.

<sup>778</sup> Rappr. M. CAFFIN-MOI, « Pour un cantonnement de l'exigence de contribution aux pertes », *art. préc.*, spéc. n° 11.

<sup>779</sup> Par ex. Cass. com. 22 fév. 2005, n° 02-14392.

<sup>780</sup> V. Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359 ; Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039.

moins prononcé, couplé au raffinement de l'ingénierie sociétaire, qui a mis en lumière la discordance, notamment en soulignant les effets pratiques indésirables. Dès la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle et le début du XX<sup>ème</sup> siècle, certaines pratiques financières ont ainsi attiré l'attention de la doctrine. Gaillard, par exemple, a stigmatisé les reporteurs, propriétaires temporaires, qui votaient en assemblée, sans courir le risque social – en contribuant toutefois formellement aux pertes –, pour parfois mener à bien des stratégies douteuses<sup>781</sup>. L'assimilation entre les deux notions est cependant demeurée vivace.

**122. – Conclusion.** Le risque de perte, qui suppose la contribution aux pertes, est donc classiquement tenu pour inhérent à la notion même d'associé ; que tout associé supporte ce risque est un principe qui sous-tend notre droit. Mais, il peut advenir exceptionnellement que l'associé contribuant aux pertes, ne coure pas un risque effectif. La contribution aux pertes est en effet une notion technique et non économique : il n'est pas exclu que celui qui y contribue formellement ait par ailleurs couvert son risque. Une difficulté se dessine déjà : l'attention accordée dans les textes à la contribution aux pertes a fait perdre de vue l'importance du risque de perte. Or ce champ étroit laissé en friche s'est révélé étonnement fertile. Des stratégies tangentes s'y sont abondamment développées<sup>782</sup>.

## B- Les chances de gain

**123. – Chances de gain et définition de la société.** Tandis que le risque de perte constitue la face négative de l'aléa social, les chances de gain en constituent la face positive.

Aux termes de l'article 1832 du Code civil, la société est instituée « *en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter* ». Cette vocation au partage, pendant de la contribution aux pertes<sup>783</sup>, est érigée en élément de définition de la société. Elle en est un critère de qualification : à défaut, le contrat sera requalifié ou encourra la nullité<sup>784</sup>. Il ne suffit pas que la société soit instituée en vue de partager le bénéfice ou de profiter d'une économie, encore faut-il que chacun des associés ait vocation à participer à ce partage. L'article 1844-1 le garantit, réputant non écrites les clauses léonines. Ce n'est en outre pas le partage des bénéfices qui est de l'essence de la société, mais la vocation à les partager<sup>785</sup>. Il se peut, en effet, que la société n'en réalise

---

<sup>781</sup> E. GAILLARD, *La société anonyme de demain – La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1934, p. 62 et 63. V. *supra* n° 6.

<sup>782</sup> V. *infra* n° 162 et s.

<sup>783</sup> V. *supra* n° 115.

<sup>784</sup> Par ex., Cass. civ. 2 mars 1931, *DH* 1931, p. 285 ; Paris 29 mai 1992, *Rev. sociétés* 1992, p. 797, obs. Y. GUYON ; Paris 12 nov. 1991, *RTD com.* 1992, p. 812, obs. C. CHAMPAUD et D. DANET.

<sup>785</sup> V. R.-J. POTHIER, *préc.*, n° 13.

jamais : cela importe peu du moment que les statuts n'excluent pas le partage<sup>786</sup> mais que cet état de fait est la conséquence d'affaires peu florissantes. De la même manière, un partage régulier des bénéfices n'est pas requis : la décision d'affectation est libre. Si le principe a été discuté au début du XX<sup>ème</sup> siècle<sup>787</sup>, il est aujourd'hui clairement établi<sup>788</sup> : la Cour de cassation juge qu'une mise en réserve systématique n'est pas, en elle-même, abusive<sup>789</sup>. Car elle ne contrevient pas à l'objectif social de partage des bénéfices, puisque ceux-ci, s'ils ne sont pas distribués en cours de vie sociale, le seront à la dissolution de la société. Il n'en sera autrement que si les critères de l'abus de majorité sont caractérisés<sup>790</sup>. Il est encore admis que certains puissent renoncer à une distribution de dividendes pour un exercice donné : leur vocation aux bénéfices subsiste<sup>791</sup>.

Il va sans dire que cette condition de formation du contrat de société ne pose pas des difficultés similaires à celles naissant du risque de perte. L'une des raisons en est que les associés sont d'évidence moins enclins à jouer sur les règles de répartition des bénéfices qu'à couvrir leur risque de perte. Une autre raison tient en la définition large de la notion de bénéfices. Avant la loi du 4 janvier 1978, les associés ne pouvaient avoir en vue que la participation aux bénéfices, terme défini strictement par la Cour de cassation comme « un gain pécuniaire ou matériel qui ajoute à la fortune des associés »<sup>792</sup>. Mais les juges du fond avaient parfois admis une acception plus large de la

---

<sup>786</sup> V. Y. GUYON, « De la distinction des sociétés et des associations depuis la loi du 4 janvier 1978 », *Études P. Kayser*, t. 1, PUAM, 1979, p. 483, spéc. n° 16.

<sup>787</sup> G. HOUPIN, « De la constitution de réserves extraordinaires dans les sociétés par actions », *Journ. sociétés*, 1905, p. 5.

<sup>788</sup> V. sur cette question : J. DU GARREAU DE LA MECHENIE, *ouvr. préc.*, n° 116.

<sup>789</sup> Cass. com. 18 avr. 1961, *JCP* 1961, II, 12164, note D. B. ; *D.* 1961, p. 661 ; *Les grandes décisions de la jurisprudence, Les sociétés*, par Y. CHARTIER et J. MESTRE, PUF, 1988, n° 12 ; *RTD com.* 1961, p. 634, obs. R. HOUIN ; Cass. com. 9 nov. 1966, *JCP* 1967, II, 15250, note R.D.M. ; Cass. com. 23 juin 1987, 86-13040, *Bull. civ. IV* 1987, n° 160, p. 121 ; *Bull. Joly* 1987, p. 624 ; *Deffrénois* 1988, art. 34240, n° 4, obs. J. HONORAT ; *D.* 1987, IR, p. 170 ; Cass. com. 22 janv. 1991, n° 89-15725, *Bull. civ. IV* 1991, n° 39, p. 24 ; *Bull. Joly* 1991, p. 389, note M. JEANTIN ; *Deffrénois* 1991, n° 15, p. 885, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1991, p. 345, obs. Y. GUYON ; *JCP éd. E* 1991, I, 61, n° 5, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; Cass. com. 3 juin 2003, n° 00-14386, *Bull. Joly* 2004, p. 1049, note L. GODON. V. égal. E. LEPOUTRE, « Autofinancement des entreprises et abus de majorité », *Bull. Joly* 1996, p. 189.

<sup>790</sup> Cass. com. 22 avr. 1976, n° 75-10735, *Bull. civ. IV* 1976, n° 131, p. 112 ; *D.* 1977, p. 4, note J.-CL. BOUSQUET ; *Gaz. Pal.* 1983, Pan., p. 239, obs. J. DUPICHOT ; M. GERMAIN, « L'abus du droit de majorité – A propos de l'arrêt du 22 avr. 1976 », *Gaz. Palais* 1977, doct. 157 ; *RJ com.* 1977, p. 93, note PH. MERLE ; *Rev. sociétés* 1976, p. 479, note D. SCHMIDT ; Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 13 avr. 1983, *Bull. Joly* 1983, p. 512 ; Cass. com. 6 juin 1990, n° 88-19420, 88-19783, *Bull. civ. IV* 1990, n° 171, p. 117 ; *D.* 1992, 56, note J.-Y. CHOLEY-COMBE ; *Bull. Joly* 1990, p. 782, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1990, p. 606, note Y. CHARTIER ; *Deffrénois* 1991, p. 615, note J. HONORAT ; *RTD com.* 1990, p. 592, n° 3, obs. Y. REINHARD ; *JCP éd. E* 1990, II, 15838, n° 3, note A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; Cass. com. 1<sup>er</sup> juill. 2003, *JCP éd. E* 2003, n° 41, p. 1602 ; *RJDA* 2003, n° 1074 ; *Bull. Joly* 2003, p. 1137, note A. CONSTANTIN ; *Rev. sociétés* 2004, p. 337, note B. LECOURT ; *Dr. sociétés* 2003, n° 185, note G. TREBULLE.

<sup>791</sup> Cass. com. 13 févr. 1996, n° 93-21140 et n° 94-12225, *Bull. civ. IV* 1996, n° 53, p. 41 ; *D. affaires* 1996, p. 397 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 771, note B. SAINTOURENS ; *Bull. Joly* 1996, p. 404, note P. LE CANNU ; *Deffrénois* 1996, p. 668, obs. H. HOVASSE ; *Dr. sociétés* 1996, n° 93, note T. BONNEAU.

<sup>792</sup> Cass. ch. réun., 11 mars 1914, *Caisse rurale de Manigod*, *DP* 1914, 1, p. 257, note L.S. ; *S.* 1918-1919, 1, p. 103 ; *Civ.* 2 mars 1931, *DH* 1931, p. 285.

notion<sup>793</sup> et le législateur a entériné cette position en 1978, complétant l'article 1832 : les associés peuvent désormais avoir en vue de partager des bénéfices comme de profiter d'une économie<sup>794</sup>. La notion de société s'en est trouvée unifiée, puisque certaines formes sociales telles les sociétés de moyen ou les sociétés d'attribution excluaient déjà tout partage de bénéfices au sens strict du terme. Des groupements d'essence moins capitaliste y ont encore été incorporés. Aussi club sportifs, clubs de loisirs, congrégations<sup>795</sup>, peuvent-ils exercer leur activité sous forme sociétaire<sup>796</sup>.

Mais la réalisation de la vocation au partage des bénéfices n'est pas la seule composante des chances de gain, comme la contribution aux pertes n'était pas la seule composante du risque de perte. La vocation aux bénéfices est une notion technique intéressant les relations entre la société et les associés ; les chances de gain s'apprécient, elles, économiquement, au regard de la situation individuelle d'un associé.

**124. – Les formes du partage des bénéfices<sup>797</sup>.** Le partage des bénéfices peut revêtir des formes diverses<sup>798</sup>. Historiquement, il avait lieu à la dissolution de la société, une fois les créanciers désintéressés, sous la forme de l'attribution d'un *boni* de liquidation. Cela n'était cependant concevable qu'autant que la société était constituée pour une opération déterminée et une durée brève<sup>799</sup>. L'évolution de l'utilisation de la forme sociétaire a rendu cette forme de partage peu appropriée<sup>800</sup>. Dans les sociétés de capitaux notamment, les associés ont très tôt exigé une rémunération régulière de leur apport<sup>801</sup>. Le plus souvent donc, la répartition a lieu en cours de vie sociale, le partage lors de la dissolution étant résiduel. La forme la plus courante de partage

---

<sup>793</sup> V. sur le débat relatif aux sociétés coopératives par exemple : L. COUTANT, *L'évolution du droit coopératif de ses origines à 1950*, Préf. P. Ramadier, Ed. Matot-Braine, 1950.

<sup>794</sup> Sur l'évolution de la notion de bénéfice, V. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 38 et s. ; Y. GUYON, *art. préc.* V. égal. Y. GUYON, « Les dispositions générales de la loi n° 78-9 du 4 janv. 1978 portant réforme des sociétés », *Rev. sociétés* 1979, p. 1

<sup>795</sup> V. par ex., J. COUARD, *L'entreprise congréganiste en droit des affaires*, Préf. Ph. Le Tourneau, Defrénois, 2010, n° 268 et s.

<sup>796</sup> R. VANARD, « L'entreprise lucrative à but désintéressé », *Rep. gén. notariat* 1947, art. 26456

<sup>797</sup> On emploiera désormais le terme bénéfice au sens large de gain pécuniaire et matériel mais également d'économie.

<sup>798</sup> V. D. COCHET, *Le droit aux bénéfices des associés*, th. Paris 2, 2002.

<sup>799</sup> V. J. HILAIRE, *ouvr. préc.*, n° 115 ; D. COCHET, *ouvr. préc.*, n° 46. V. pour un point de vue historique, A. SAYOUS, « Les sociétés anonymes par actions – Leur nature dégagée par la méthode historique d'après l'histoire de la compagnie hollandaise des Indes orientales », *art. préc.*, spéc. p. 622, au sujet de la Compagnie hollandaise des Indes orientales : « *Le contrat de société n'avait pas pour terme le retour du "voyage", mais un certain nombre d'années. Et, comme les participants ne pouvaient pas attendre dix ou vingt-et-un ans le règlement des comptes, le dividende moderne apparaissait, résultant non pas sans doute d'un arrêt momentané des registres en cours d'exercice, mais de la seule présence, dans les caisses, d'argent liquide et sans emploi* ».

<sup>800</sup> D. COCHET, *Le droit aux bénéfices des associés*, th. préc., notamment n° 42. V. égal. M. BUCHBERGER, *ouvr. préc.*, n° 32.

<sup>801</sup> V. P. PIC, *Des sociétés commerciales*, *ouvr. préc.*, n° 43.

est ainsi la distribution de dividendes, que ceux-ci soient versés en espèces, en nature<sup>802</sup> ou en actions<sup>803</sup>.

Il en est autrement dans les sociétés constituées pour « *profiter d'une économie* ». Tel est le cas des sociétés de construction-attribution qui ne distribuent pas à leurs membres de dividende. Au contraire, leur fonctionnement exige des appels de fonds réguliers. Les associés bénéficieront cependant de la jouissance des locaux construits ou s'en verront transférer la propriété<sup>804</sup>. Le partage revêt également des spécificités dans les sociétés coopératives, au sein desquelles toute distribution de dividendes et tout partage du *boni* de liquidation sont écartés<sup>805</sup>. L'idéal coopératif requiert en effet que le travail des associés coopérateurs plutôt que le capital soit rémunéré. Mais il ne faudrait en déduire que toute forme de partage des bénéfices – au sens large du terme – est exclue. D'une part, les associés profitent des économies réalisées, de manières diverses selon l'objet de la société (réduction du prix de revient ou du prix de vente, amélioration de la qualité des produits<sup>806</sup>...) et au fur et à mesure de l'exercice de leur activité. D'autre part, il existe certaines formes de partage des bénéfices – entendus ici au strict du terme – malgré le principe d'interdiction de distribution de dividendes. En premier lieu, si le capital n'était aucunement rémunéré, les associés coopérateurs n'auraient que peu d'incitation à investir. C'est pourquoi une rémunération fixe du capital est prévue<sup>807</sup>. Elle est légalement plafonnée<sup>808</sup> et n'intervient, comme la distribution de dividendes, que si des bénéfices ont été réalisés. Cet intérêt, souvent considéré comme un simple remède à la dépréciation des parts, tend à prendre plus d'importance avec l'admission fréquente d'associés non coopérateurs. Cette forme sociale se caractérise en effet par le principe de double qualité de ses adhérents<sup>809</sup>. Ceux-ci sont associés – ils doivent donc effectuer un apport –, mais également coopérateurs – ils prennent un engagement d'activité. La nécessité d'attirer des fonds a toutefois entraîné une perte de spécificité de ces sociétés<sup>810</sup> et la participation au capital d'associés non coopérateurs est admise dans un grand nombre d'entre elles depuis la loi du 13 juillet 1992<sup>811</sup>. L'attrait de ce type d'investisseurs imposait cependant une

---

<sup>802</sup> V. pour un exemple de distribution de biens immobiliers : Cass. com. 12 févr. 2008, *Bull. civ. IV*, n° 33, n° 05-17085, *JCP éd. E* 2008, p. 1478, note H. HOVASSE.

<sup>803</sup> Dans les sociétés par actions : C. com. L. 232-18 et s.

<sup>804</sup> Art. L. 212-1 CCH.

<sup>805</sup> Art. 15, L. n° 47-1775 10 sept. 1947. V. M. HERAIL, « Coopérative », *Rép. sociétés* sept. 2002, mise à jour mars 2012, n° 143 et s. ; L. COUTANT, *L'évolution du droit coopératif de ses origines à 1950*, Préf. P. Ramadier, Ed. Matot-Braine, 1950, p. 203 et s.

<sup>806</sup> Art. 1, *Loi préc.*

<sup>807</sup> Art. 14 *L. préc.* V. L. COUTANT, *préc.*

<sup>808</sup> Le plafond correspond au « *taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées publié par le ministre chargé de l'économie* », *art. préc.*

<sup>809</sup> V. L. COUTANT, *préc.*, p. 228 et s. ; J. MESTRE, « Réflexions introductives sur l'originalité du droit coopératif », *R.R.J.* 1996, p. 475 ; R. SAINT-ALARY, « Eléments distinctifs de la société coopérative », *RTD com.* 1952, p. 485, n° 7 et s. et n° 37.

<sup>810</sup> V. B. SAINTOURENS, « Sociétés coopératives et sociétés de droit commun », *Rev. sociétés* 1996, p. 1.

<sup>811</sup> Art. 3 bis, *L. préc.*

meilleure prise en compte du capital dans la détermination de leur rémunération. La loi de 1992 a créé des parts conférant des avantages particuliers, qui consistent le plus souvent en une rémunération majorée, accessibles aux coopérateurs comme aux investisseurs<sup>812</sup>. De la même manière, ont été créées des parts à intérêt prioritaire sans droit de vote<sup>813</sup>. On ne saurait donc nier aujourd'hui que l'intérêt rémunérant les parts sociales n'est plus un simple moyen d'éviter la dépréciation des parts mais qu'il en vient à constituer un véritable partage des bénéfices. En second lieu, les associés coopérateurs peuvent se voir distribuer des ristournes lorsque la société dégage des excédents après avoir satisfait à ses obligations financières. Le montant des ristournes perçues par chaque associé coopérateur est calculé au prorata des opérations effectuées avec la coopérative ou du travail fourni<sup>814</sup>. Cette opération est généralement considérée comme un remboursement d'un trop perçu, donc comme une économie réalisée par les coopérateurs, et non comme une distribution de bénéfices au sens strict<sup>815</sup>.

**125. – Autres formes de réalisation des chances de gains.** À l'instar de ce qui a été exposé sur le risque de perte et la contribution aux pertes, la chance de gain ne se limite pas au partage des bénéfices. Celle-ci peut se réaliser autrement, sans que l'associé ne perçoive un dividende ou un *boni* de liquidation versés par la société ni ne réalise une économie. Les propos tenus en matière de risque de perte sont exactement transposables ici<sup>816</sup>. En cours de vie sociale, les bénéfices effectués par la société affectent la valorisation du patrimoine de l'associé et altèrent parfois sa situation fiscale et comptable. En cas de cession à titre onéreux, encore, les bénéfices effectués par la société qui n'ont pas été distribués se répercutent sur l'appréciation faite par les parties de la valeur des droits sociaux.

A l'inverse, il n'est pas exclu qu'un associé ait, en apparence, vocation aux bénéfices, sans effectivement courir une chance de gain : tel est le cas s'il s'est engagé à reverser à un tiers les sommes qu'il serait amené à percevoir et toute plus-value de cession.

**126. – Conclusion.** Il est ainsi largement tenu pour acquis que l'associé court un risque de perte et une chance de gain. Mais il faut noter dès à présent que cette affirmation procède d'une généralisation qui se révèle parfois inexacte. L'article 1832 garantit seulement expressément que

---

<sup>812</sup> Art. 11 al. 2 et 3, *L. préc.*

<sup>813</sup> Art. 11 bis, *L. préc.*

<sup>814</sup> Art. 15 *L. préc.*

<sup>815</sup> V. M. HERAIL, *préc.*, n° 350 ; Pour une analyse de la ristourne et une présentation historique, v. L. COUTANT, *préc.*, p. 204 et s. et 207 et s., spéc. p. 205 : « Son emploi permet de restituer aux membres ce qu'ils avaient payé en trop, au cours de leurs achats successifs à la coopérative ; par ce moyen la société pouvaient vendre au prix courant ou au prix de marché et se prémunir contre le danger de pertes qui se produit lorsque l'on vend au prix de revient, sans rechercher pour autant la réalisation de bénéfices contraire aux objectifs de la coopératives ».

<sup>816</sup> V. *supra* n° 114 et s.

tout associé ait vocation aux bénéfices et contribue aux pertes. Or ces notions ne se superposent pas exactement avec celles de risque et de chance. Quoi qu'il en soit, pour être qualifiés d'aléa social, les risques de perte et les chances de gain doivent revêtir certains caractères, qui distinguent l'associé d'autres intervenants dans la vie sociale.

## II- La nécessité d'un aléa social

**127. – Signification du caractère social de l'aléa.** Le risque de perte et la chance de gain que tout associé connaît ne caractérisent cette qualité qu'autant qu'ils revêtent certaines spécificités. Plus précisément, cet aléa ne peut être qualifié de social que parce qu'il dépend du désintéressement de tous les autres créanciers. Cette exigence est au fondement de l'attribution d'un droit d'intervention aux associés<sup>817</sup>. C'est parce que les associés ne seront fixés quant à leurs gains et à leurs pertes qu'après tous les autres intervenants que ceux-ci réclament un droit de contrôle : ce sont des créanciers de dernier rang. C'est également cette considération qui fonde l'intérêt commun à tous, légitimant formellement et matériellement l'attribution du droit de vote<sup>818</sup>.

Nous l'avons dit, les pertes ne sont définitivement fixées qu'à la dissolution de la société, non pas que les associés n'aient pu encourir de pertes antérieurement – à l'occasion d'un coup d'accordéon par exemple – mais que leur montant n'est arrêté avec certitude qu'une fois tous les créanciers désintéressés. Il peut advenir que certains d'entre eux soient oubliés lors de la liquidation. La jurisprudence admet alors la réouverture de la procédure, puisque « *la personnalité morale d'une société subsiste aussi longtemps que les droits et obligations à caractère social ne sont pas liquidés* »<sup>819</sup>. Dans les sociétés à risque illimité, elle permet également aux créanciers d'agir directement contre les associés, sans passer par cette voie<sup>820</sup>. Et le caractère résiduel de la créance des associés affecte d'évidence l'évaluation de leurs droits.

---

<sup>817</sup> P. DIDIER, « Les conventions de vote », *préc.* : « *Tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et seuls les associés ont ce droit (C. civ., 1844, al. 1). Tous les associés et eux seuls ont donc le droit de vote. La raison en est que dans le partage, virtuel ou actuel, de l'actif social, les associés – et eux seuls – viennent après tous les autres et occupent le dernier rang : ce sont des "residual claimants" comme les désigne la doctrine américaine. À ce titre, ils bénéficient des chances, mais ils assument les risques de l'entreprise.* »

<sup>818</sup> V. *supra* n° 100.

<sup>819</sup> Cass. com. 30 mai 1978, n° 76-14690, *Bull. civ. IV* 1978, n° 156, p. 133 ; D. 1979, IR. 108, obs. J.-C. BOUSQUET ; *JCP* 1979, II, 19087, note Y. GUYON ; *Rev. sociétés* 1979, p. 361, note J.-C. BOUSQUET ; Cass. com. 13 févr. 1996, n° 93-13173, *Bull. civ. IV* 1996, n° 52, p. 40 ; *Bull. Joly* 1996, p. 496, note J.-J. DAIGRE.

<sup>820</sup> Par ex. Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 31 mars 2004, n° 01-16971, *Bull. civ. III* 2004, n° 67, p. 62 ; *Bull. Joly* 2004, p. 998, note J.-P. GARÇON ; Cass. com. 3 juil. 2001, *Bull. civ. III* 2004, n° 67, p. 62, n° 01-16971, *JCP éd. E* 2002, II, 76, note Y. GUYON ; *Dr. sociétés* 2001, comm. n° 163 note F.-X. LUCAS ; *Rev. sociétés* 2002, p. 298, note L. GODON.



On pourrait à l'inverse être tenté de douter que les chances de gain intègrent cette dimension, dans la mesure où des bénéfices peuvent être perçus tout au long de la vie sociale sans qu'*in fine* tous les créanciers soient nécessairement désintéressés. Cette impression se dissipe cependant lorsque l'on examine le traitement des bénéfices en cours de vie sociale.

Historiquement, le partage des bénéfices avait lieu à la liquidation, une fois les créanciers désintéressés puis les apports récupérés<sup>821</sup>. Le versement d'un *boni* de liquidation demeure encore l'une des modalités du partage des bénéfices<sup>822</sup>. Un ordre de répartition entre les associés est parfois statutairement prévu ; cet avantage peut notamment être accordé aux porteurs d'actions de préférence<sup>823</sup>. Mais s'il existe un ordre de priorité, il demeure que le partage est subordonné au désintéressement préalable des créanciers. À l'inverse, certains intervenants, notamment les porteurs de titres participatifs<sup>824</sup> et les créanciers de prêts participatifs<sup>825</sup>, sont titulaires de créances subordonnées. Mais ils restent désintéressés avant les associés.

Aujourd'hui, la dissolution est rarement le seul moment de partage. Un autre système était possible dans les sociétés anciennes, souvent de durée brève. Mais le visage des sociétés s'est modifié et la distribution intermédiaire des bénéfices s'est développée. Une telle pratique ne surprend pas dans les sociétés à risque illimité. Peu importe que les bénéfices soient partagés en cours de vie sociale, puisque les créanciers pourront quoi qu'il en soit agir contre les associés s'ils ne parviennent pas à obtenir satisfaction de la société. Elle étonne en revanche dans les sociétés à risque limité. Admettre des distributions intermédiaires de bénéfices n'est-ce pas accepter que les associés puissent être rémunérés avant les autres créanciers ? Si la société distribue des bénéfices qu'elle n'a pas réalisés, elle restitue indirectement aux associés leurs apports, les déliant de leur engagement de contribuer aux pertes. Cette pratique est condamnée de longue date<sup>826</sup>. Mais la distribution de dividendes réels ne conduit-elle pas une situation voisine, dans laquelle les associés sont privilégiés au détriment des créanciers ? Cette difficulté conceptuelle avait été relevée par plusieurs auteurs du XIX<sup>ème</sup> siècle, d'abord dans les sociétés en commandite par actions puis dans les sociétés anonymes<sup>827</sup>. Persil, par exemple, se prononçait en faveur de la restitution des bénéfices perçus par les commanditaires en cas de faillite ultérieure. C'était selon lui le système

---

<sup>821</sup> V. *supra* n° 124.

<sup>822</sup> Art. 1844-9 C. civ.

<sup>823</sup> V. par ex. G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1546.

<sup>824</sup> Art. L. 228-36 C. com. V. égal. *supra* n° 97.

<sup>825</sup> Art. L. 313-15 C. mon. fin.

<sup>826</sup> Art. L. 232-1 et s. C. com.

<sup>827</sup> V. sur cette question, de manière détaillée, I. ALAUZET, *Commentaire du Code de commerce et de la législation commerciale*, LGDJ, 1868, p. 694 et s.

« le plus vrai, le plus conforme à l'esprit du législateur et à la justice »<sup>828</sup>. La question avait d'ailleurs déjà été soulevée lors des discussions devant le Conseil d'État sur le Code de commerce pour finalement être écartée<sup>829</sup>. Pardessus avait lui une opinion plus nuancée, retenant que la solution devait être décidée « par les circonstances, bien plus que par une règle absolue »<sup>830</sup>. Quant à Loqué, il se fonde sur les travaux devant le Conseil d'État pour admettre l'absence d'obligation de rapporter les bénéfices perçus, tout en le regrettant<sup>831</sup>. Certains juges du fond avaient également soutenu la thèse du rapport, mais ils avaient été contredits en cela par la Cour de cassation<sup>832</sup>. On perçoit aisément cependant ce qu'une telle solution avait d'inadapté en pratique. La difficulté a été résolue par la loi du 24 juillet 1867, dont les solutions ont été conservées dans notre droit actuel. D'une part, toute restitution a été écartée, sauf distribution de dividende fictif<sup>833</sup>. D'autre part et surtout, le législateur a consacré l'obligation de constituer une réserve. Dans les sociétés par actions créées sur autorisation gouvernementale, celle-ci était souvent imposée par le décret d'autorisation<sup>834</sup>. Le principe s'est vu donner force légale par la loi des 24 et 29 mai 1863 *sur les sociétés à responsabilité limitée* (terme qui désignait alors ce que l'on qualifie aujourd'hui de société anonyme) et a été repris par la loi de 1867. Il vaut aujourd'hui non seulement pour les sociétés anonymes, mais également pour les sociétés en commandite par actions et les sociétés à responsabilité limitée. La réserve légale constitue donc désormais un moyen d'éviter la dilapidation du patrimoine social et une garantie que la distribution des dividendes ne se fait pas au détriment des créanciers<sup>835</sup>.

---

<sup>828</sup> E. PERSIL, *ouvr. préc.*, p. 104 et s.

<sup>829</sup> A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ouvr. préc.*, p. 386 : « Lors de la discussion devant le Conseil d'État de l'article 26 du Code de commerce relatif au commanditaire, un membre de cette assemblée, M. Béranger, avait proposé de consacrer l'obligation de rapporter les bénéfices en cas de perte ultérieure. Cette solution fut écartée, au nom de "l'usage contraire jusque là observé" et de l'insécurité qu'elle aurait entretenue ».

<sup>830</sup> J. PARDESSUS, *ouvr. préc.*, t. 4, n° 1035.

<sup>831</sup> J.-G. LOCRE *ouvr. préc.*, t. 1, p. 82 et 83.

<sup>832</sup> Rouen 14 déc. 1807 (cité dans le commentaire de l'arrêt suivant) ; Paris 11 fév. 1811, *S.* 1812, t. 12, 2, p. 25. L'arrêt de la cour de Rouen avait été cassé sur ce point par la Cour de cassation (Cass. 14 fév. 1810, *S.* 1814, t. 14, 1, p. 105), mais la cour de Paris résiste. La Cour de cassation relève notamment : « qu'il serait effrayant et contraire au bien du commerce de faire courir à des commanditaires le risque de rapporter plusieurs années d'intérêts dont le prélèvement aurait été stipulé, fait légitimement et consommé de bonne foi » ; « qu'il résulte de cet esprit bien connu du législateur, qu'un commanditaire qui a reçu de bonne foi des bénéfices acquis et qui peut les avoir consommés, ne doit pas être soumis à en faire le rapport » ; « que la seule ressource des créanciers qui prétendraient ce rapport, serait de prouver qu'il n'existait point de bénéfices à l'époque où on en aurait supposé pour en faire le partage ». La cour de Paris répond : « Considérant que des principes professés par les auteurs qui ont connu le véritable esprit de l'ordonnance de 1673, il suit que les prélèvements faits, à quelque titre que ce soit, par les associés, pendant le cours et avant la dissolution de la société, sont purement provisionnels et nécessairement sujets à rapport, en cas de perte constatée par la liquidation, et singulièrement en cas de faillite notoire ; (...) Considérant que tous ces principes sont tellement incontestables et inhérents à l'essence des sociétés, qu'ils ne pourraient être méconnus sous l'empire du Code de commerce actuel (...) ».

<sup>833</sup> L'article L. 232-17 C. com. pose comme condition que les actionnaires aient eu connaissance ou aient dû avoir connaissance de l'irrégularité.

<sup>834</sup> M. FOUREIX, *Traité des sociétés commerciales*, Marescq et Dujardin, 1856, n° 93.

<sup>835</sup> V. A. SAYAG ET A. PALMADE, « Le capital social et sa rémunération après les récentes réformes », *Rev. sociétés* 1983, p. 699 ; A. TACQUET, *La réserve légale dans les sociétés anonymes*, th. Paris, 1925, spéc. n° 11 et s. ; J. LACOMBE, *Les réserves dans les sociétés par actions*, préf. R. Roblot, Ed. Cujas, 1962, n° 112.

**128. – Aléa social et qualité d’associé.** Le caractère social de l’aléa permet de distinguer les associés des autres créanciers, y compris les salariés<sup>836</sup>. Ceux-ci courent un risque effectif : celui de ne pas percevoir ce qui leur est dû. Leur gain peut également avoir un caractère variable, dans le cas d’un prêt participatif, de titres participatifs ou d’un contrat de travail où la rémunération serait dépendante des résultats de l’entreprise<sup>837</sup>. Pourtant, l’aléa qu’ils subissent ne peut être qualifié de « social ». Leurs intérêts sont protégés et le risque supporté est moindre que celui couru par les associés, créanciers de dernier rang<sup>838</sup>, dans le sens où sa probabilité de réalisation est moins élevée. Et s’il existe un ordre dans le remboursement des créanciers, il n’en demeure pas moins, que tous sont désintéressés avant les associés. Les créanciers, quelles que soient les modalités affectant leur créance, ne supportent donc pas un aléa qui puisse être qualifié de social.

**129. – Conclusion.** Dans une conception classique, tout associé, propriétaire de droits sociaux, supporte ainsi l’aléa social, celui-ci réunissant à la fois l’idée d’un risque de perte et d’une chance de gain et supposant que les associés soient les derniers désintéressés au sein de la société.

\* \* \*

\*

**130. – Conclusion du chapitre 2.** L’aléa social est au fondement de l’attribution du droit de vote. Le droit de vote est souvent une condition d’entrée dans la société de l’associé : celui-ci n’accepterait pas de risquer sa mise s’il ne se voyait reconnaître un droit de participation au sein de la société – droit de contrôle ou droit de gestion. En outre, le système d’assemblée – et la fiction qui le sous-tend selon laquelle la volonté majoritaire est la volonté de tous – ne fonctionne qu’à la condition que tous les votants aient des intérêts alignés : que tous supportent l’aléa social le garantit. Enfin, cette construction n’est légitime qu’autant qu’elle permet un fonctionnement optimal de l’entreprise sociale. Or que les associés soient exposés à l’aléa social signifie qu’ils sont les derniers désintéressés. La satisfaction de leur intérêt suppose ainsi la satisfaction des intérêts des autres parties prenantes. Ces trois considérations nous ont paru expliquer que le droit de vote ne doive être octroyé qu’à ceux qui assument l’aléa social.

---

<sup>836</sup> V. par ex. Y. LE MAUT, *préc.*, n° 889 et s.

<sup>837</sup> V. notamment sur ces questions F.-X. LUCAS, « La distinction des titres de capital et des titres de créance », in *Quel avenir pour le capital social ?*, Dalloz, 2004, p. 21.

<sup>838</sup> V. *supra* n° 97.

Or tout associé est présumé supporter l'aléa social. Ce dernier, en effet, se déduit classiquement de l'obligation de contribuer aux pertes et de la vocation aux bénéfices, inhérentes à la qualité d'associé. Nous avons relevé toutefois que cette affirmation est partiellement inexacte, ce qui laisse déjà entrevoir des possibilités de dissociation entre aléa et vote qui seront développées par la suite. Si elle se vérifie le plus souvent, en effet, il peut advenir qu'un associé s'engage formellement à contribuer aux pertes et à partager les bénéfices, mais couvre par ailleurs son risque de perte ou ses chances de gain. Il n'assume alors plus l'aléa social. Que l'associé s'oblige à contribuer aux pertes et ait vocation aux bénéfices est ainsi une condition nécessaire mais non suffisante pour que celui-ci supporte l'aléa social. Quoi qu'il en soit, la présomption selon laquelle tout associé assume l'aléa social est largement répandue, tant en doctrine qu'en jurisprudence. Comme l'associé est présumé supporter l'aléa social et que l'aléa social fonde l'octroi du droit de vote, ce dernier lui est, par un raccourci, attribué.

\* \*

\*

**131. – Conclusion du titre 1.** Le droit de vote est classiquement attribué à l'associé, pour qui il constitue un attribut essentiel. Législateur et juges assurent que seul celui-ci se voit conférer le droit de vote, prohibent toute convention sur sa jouissance et encadrent celles relatives à son exercice. La qualité d'associé constitue ainsi le principe théorique de l'attribution du droit de vote. En pratique cependant, c'est généralement à la propriété de parts sociales ou d'actions qu'il est fait recours pour déterminer le titulaire du vote. La référence à la propriété s'avère en effet plus fonctionnelle que ne le serait le recours à la notion d'associé, dont les contours n'ont jamais été clairement établis. La propriété constitue ainsi le critère pratique de l'attribution du droit de vote.

En s'extrayant de la lettre des textes, il nous est apparu que cette construction se justifie par le fait que l'associé est censé supporter l'aléa social. Ce dernier, considéré sous son double aspect de chances de gain et de risque de perte, est au fondement de l'attribution du droit de vote. On peut ainsi affirmer que, si la qualité d'associé est le principe théorique de l'attribution du droit de vote et la propriété son principe pratique, l'aléa social en est le principe premier, en ce sens que, seul, il la justifie. Cet octroi à des personnes intéressées aux affaires sociales et poursuivant un intérêt similaire garantit, en effet, le bon fonctionnement social. Or l'on présume couramment que tout associé, du fait de son obligation de contribuer aux pertes et de sa vocation aux bénéfices, supporte un tel aléa. Naturellement, on en vient à attribuer, sans condition, le droit de vote aux associés. Cet équilibre sous-tendant notre droit des sociétés est cependant aujourd'hui perturbé par des pratiques diverses.





## Titre 2

# Les perturbations de l'attribution du droit de vote

**132.** – Si l'aléa social et le droit de vote sont traditionnellement tenus pour liés, nombreux sont, en pratique, les mécanismes permettant de les dissocier. Il est des cas où l'associé, titulaire du droit de vote, n'est pas celui qui assume l'aléa social, soit qu'il l'ait couvert volontairement, soit que la structure de son droit sur ses actions ou parts sociales ne l'induisse plus. Les techniques qui permettent de parvenir à un tel résultat sont multiples et l'introduction d'outils nouveaux en droit français n'a fait qu'accroître le champ des possibles.

Parallèlement, se sont diversifiés les procédés permettant d'exercer le droit de vote sans avoir la qualité d'associé. Beaucoup sont des hypothèses de représentation, souvent anodines quant à l'attribution du droit de vote. Mais elles suscitent des difficultés lorsqu'il n'est pas garanti que le représentant agit pour le compte du représenté. D'autres mécanismes visent à accéder de manière occulte à l'exercice du droit de vote. Ces pratiques se sont répandues ces dernières années à la faveur du développement des marchés financiers et de la diversification des produits qui y sont échangés. Selon l'usage qui en est fait et sans encadrement approprié, elles peuvent aboutir à un contournement des principes d'attribution du droit de vote.

Des perturbations affectent ainsi l'attribution du droit de vote dans deux séries d'hypothèses. Dans certaines situations, le droit de vote est attribué à un associé qui ne supporte pas l'aléa social, contrairement au présupposé classique (chapitre 1). Dans d'autres, le droit de vote est exercé par des non-associés dont rien ne garantit qu'ils agiront pour le compte de l'associé (chapitre 2).





# Chapitre 1 : Des associés non exposés à l'aléa social

**133.** – Les pratiques permettant la dissociation entre aléa social et qualité d'associé sont nombreuses<sup>839</sup>. Toutes mettent à mal l'idée simple autour de laquelle le droit des sociétés s'est pourtant construit, idée que l'on pourrait résumer par le syllogisme suivant : l'attribution du droit de vote est justifiée par l'aléa social ; or tout associé, parce qu'il est propriétaire de parts ou actions, supporte l'aléa social ; tout associé se voit donc, par raccourci, attribuer le droit de vote. Si les prémisses même sont remises en cause, l'intégralité du système de vote est à reconsidérer. Pourtant, ces procédés se sont largement développés et empruntent aujourd'hui des schémas très divers, sans que notre droit ne parvienne à les appréhender de manière efficace.

Il convient de présenter la diversité de ces mécanismes (section 1) avant d'analyser l'appréhension de ces pratiques par le droit (section 2).

## Section 1 – La diversité des mécanismes de dissociation

**134.** – Parmi les pratiques dissociant aléa social et qualité d'associé, deux types de mécanismes doivent être distingués. L'associé, propriétaire de parts ou d'actions, subit, en théorie, l'aléa social parce qu'il a nécessairement effectué un apport et bénéficie ou supporte les droits et obligations pécuniaires. Cependant, il peut advenir que l'associé détienne pour un autre. L'apport notamment a certes été effectué, mais pour le compte d'un tiers. Le lien existant entre l'aléa et le vote est rompu : celui à qui le droit de vote est attribué n'assume pas l'aléa social pourtant habituellement inhérent à la propriété de droits sociaux. Dans d'autres situations, l'associé a bien effectué un

---

<sup>839</sup> V. J.-P. BERTREL, « Ingénierie juridique : comment dissocier le pouvoir et la détention du capital dans une société ? », *Dr. et Patrimoine* sept. 2001, p. 34 ; P. MOUSSERON, « Du démembrement des droits sociaux au démembrement des flux sociaux », *Bull. Joly* 2005, p. 465. V. égal. L.A. BEBCHUK, R. KRAAKMAN et G.G. TRIANTIS, « Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights », *NBER Working paper n° W6951*, fév. 1999, disponible sur : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=147590](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590).

apport et bénéficie des droits et obligations pécuniaires qui en découlent, mais il n'en subit pas effectivement les conséquences car il a volontairement couvert l'aléa qui en résulte.

L'attribution du droit de vote à des personnes non exposées à l'aléa social (I) ou la couverture de l'aléa par l'associé (II) affectent ainsi le présumé qui sous-tend le système sociétaire.

## **I- L'attribution du droit de vote à des personnes non exposées à l'aléa social**

**135.** – Le droit de vote est parfois attribué à un associé qui n'assume pas l'aléa social. Classiquement, l'associé est le propriétaire de parts ou d'actions ; il supporte l'aléa social ; il se voit en conséquence attribuer le droit de vote. Mais différents maillons de cette chaîne de présumés peuvent céder. D'une part, il est certaines hypothèses dans lesquelles l'attributaire du droit de vote n'est pas le propriétaire. La qualité d'associé se brouille alors et devient généralement source de discussions doctrinales. Doit-elle être reconnue au propriétaire ou plutôt au titulaire du droit de vote ? Qu'advient-il si le droit de vote est réparti entre plusieurs intervenants ? Un examen plus poussé de ces situations montrera cependant qu'elles sont rares et toujours expressément autorisées par le législateur. D'autre part, il peut advenir que l'attributaire du droit de vote soit propriétaire mais ne subisse pourtant pas l'aléa social en cette qualité. La qualification d'associé n'est alors pas contestée en droit positif, mais son droit de propriété sur les parts et actions revêt des spécificités qui excluent tout aléa social.

Nous étudierons successivement les situations de rupture du lien entre propriété et vote (A) puis les hypothèses de dissociation entre propriété et aléa (B).

### **A- Rupture du lien entre vote et propriété**

**136.** – Certaines pratiques ont fait douter que le droit de vote soit nécessairement reconnu au propriétaire. La plupart d'entre elles n'engendrent aucune dissociation entre la propriété et le vote (1). Celles qui ont un tel effet demeurent rares (2).

#### **1. Les mécanismes n'engendrant pas de dissociation entre propriété et vote**

**137.** – Toute situation où une pluralité de personnes détient ou exerce des droits normalement reconnus au propriétaire de droits sociaux n'engendre pas forcément une dissociation entre propriété et vote. Il convient ainsi d'écarter un certain nombre de situations de notre propos : le

nantissement de parts ou de compte d'instruments financiers (a), la tenue de compte (b), l'indivision (c), puis la vente avec clause de réserve de propriété (d).

#### a. Le nantissement de parts sociales et de compte d'instruments financiers

**138. – Présentation.** Le nantissement de parts sociales ou d'actions doit être mentionné en raison des controverses auxquelles il a donné naissance. Cette question semble aujourd'hui ne revêtir qu'un intérêt historique, mais nous le verrons, l'ordonnance du 24 février 2005 a renouvelé les termes du débat<sup>840</sup>.

**139. – L'absence de dissociation entre propriété, aléa et vote.** Longtemps, ce mécanisme n'a pas été réglementé. Il existait alors un doute sur sa validité puisque le gage supposait la dépossession<sup>841</sup>. Or celle-ci n'était pas envisageable, sauf pour les titres au porteur, ou du moins elle ne pouvait prendre la même forme qu'en matière de meubles corporels. La validité du gage a cependant été admise par le juge puis implicitement par le législateur, puisque certaines dispositions de la loi du 24 juillet 1966, sans poser en principe sa légalité, en ont réglementé les effets. La validité du mécanisme ne fait plus de doute aujourd'hui, le nantissement de parts sociales des sociétés civiles étant régi par les articles 1866 et suivants du Code civil, le nantissement de parts sociales des sociétés commerciales par le droit commun du nantissement des meubles incorporels<sup>842</sup>, enfin, le nantissement d'actions se réalisant sous forme d'un nantissement de compte d'instruments financiers régi par les articles L. 211-20 et suivants du Code monétaire et financier<sup>843</sup>.

Le principe de sa validité admis, se posait la question de l'attribution du droit de vote : qui du créancier ou du débiteur est titulaire du droit de vote<sup>844</sup> ? Certains auteurs avançaient que

---

<sup>840</sup> V. *infra* n° 140.

<sup>841</sup> CH. BEUDANT, « Des caractères distinctifs de l'intérêt et de l'action en matière de sociétés », *Rev. critique* 1869, t. 34, p. 135, spéc. p. 155 et s. ; J. CARBONNIER, « La mise en gage des parts d'intérêt dans les sociétés de personnes », *Rev. sociétés* 1937, p. 173 ; J. BURGARD, « Le nantissement des parts de sociétés à responsabilité limitée », *Rev. sociétés* 1957, p. 24. Sur la question de la dépossession V. égal. P. LE CANNU, « Le nantissement conventionnel d'actions », *Bull. Joly* 1993, p. 1091 ; M. SIMONNET, *Le nantissement de parts dans les sociétés en nom collectif*, thèse Paris I, 1981, n° 171.

<sup>842</sup> Art. 2355 C. civ. V. PH. DUPICHOT, « Le nantissement, un an après », *Les Petites aff.* 2008, n° 63, p. 27 ; H. SYNVEY, « Le nantissement des meubles incorporels », *Dr. et Patrimoine* sept. 2005, p. 75 ; J. STOUFFLET, « Le nantissement de meubles incorporels », *JCP éd. G* 2006, n° 20, p. 19.

<sup>843</sup> V. F. AUCKENTHALER, « Le gage de compte d'instruments financiers après l'ordonnance du 24 février 2005 », *JCP éd. E* 2005, n° 48, p. 1728 ; D. ROBINE, « La réforme du gage de compte d'instruments financiers par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 399 ; G. MARLY, *Banque et Droit* sept.-oct. 2005, p. 32. V. égal. avant la réforme du 24 février 2005 : H. SYNVEY, « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Mélanges J. Béguin*, Litec, 2005, p. 719.

<sup>844</sup> V. notamment J. DERRUPE, « Le nantissement des valeurs mobilières », in *Le gage commercial*, sous la direction

l'exercice du droit de vote pouvait influencer sur la valeur des titres. Il fallait donc permettre au créancier d'assurer la conservation de la chose en le lui attribuant. Plusieurs fondements étaient proposés. Certains invoquaient l'existence d'un mandat tacite bénéficiant au gagiste<sup>845</sup>. D'autres soutenaient que le vote constituait un acte d'administration que seul le créancier pouvait exercer<sup>846</sup>. À l'inverse, une partie prépondérante de la doctrine estimait que seul le constituant, propriétaire des titres, pouvait l'exercer<sup>847</sup>. C'est cette seconde solution qui a été consacrée par la jurisprudence<sup>848</sup>, que le nantissement soit judiciaire ou conventionnel. Dans les sociétés anonymes, la solution a été reprise par l'article L. 225-110 du Code de commerce qui dispose, de manière impérative<sup>849</sup> : « *Le droit de vote est exercé par le propriétaire des titres remis en gage* ». Dans les autres types de sociétés, aucune disposition ne régit précisément l'attribution du droit de vote. Cependant, le nantissement n'entraînant ni transfert de propriété ni dépossession<sup>850</sup>, il est unanimement admis que seul le débiteur propriétaire en bénéficie<sup>851</sup>. La solution est pertinente : le créancier n'est intéressé que très indirectement au bon fonctionnement de la société, dont il n'entend pas devenir associé. Son seul intérêt réside dans la préservation de la valeur des parts, au cas où il serait amené à réaliser sa garantie. Relevons que si un agrément est nécessaire dans les SARL et les sociétés civiles, celui-ci ne vaut que pour le nantissement et non pour la cession éventuelle des parts, puisqu'au moment de la réalisation du nantissement, la société ou les associés ont encore la possibilité de s'opposer à la cession au créancier<sup>852</sup>. L'agrément n'acte donc pas un changement immédiat d'associé. Dans les SNC, où le nantissement n'est pas réglementé,

---

de J. Hamel, Dalloz, 1953, p. 512, spéc. n° 30 ; S. ROGIER, *De la mise en gage des créances en droit français*, th. Paris 1929, p. 152 et s.

<sup>845</sup> P. HUVELIN, note sous Lyon, 21 nov. 1894, *Annale dr. com.* 1895, p. 53 ; E. THALLER, par J. PERCEROU, *ouvr. préc.*, n° 686.

<sup>846</sup> Rappr. A. WAHL, note sous Trib. de Naples, 6 août 1909, *S.* 1910, IV, p. 1 qui reconnaît un droit concurrent au créancier gagiste et au propriétaire d'assister aux assemblées ; S. ROGIER, *préc.* Adde sur la distinction difficile des actes d'administration et de disposition en matière sociale : G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, *ouvr. préc.*, n° 64.

<sup>847</sup> V. par ex. J. CARBONNIER, *préc.* ; F. LETELLIER, *préc.*, p. 173 et s. ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *préc.*, n° 845 dans les SA ; CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *préc.*, n° 1127 ; J. NOIREL, *La société anonyme devant la jurisprudence moderne*, Préf. R. Roblot, Librairies techniques, 1958, n° 208. V. égal. CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *préc.*, n° 273 dans les SNC ; M. SIMONNET, *préc.* dans les SNC.

<sup>848</sup> Lyon, 21 nov. 1894, *préc.* ; *J. sociétés* 1895, p. 111 ; Paris 6 janv. 1897, *J. sociétés* 1897, p. 276 ; TC Seine, 13 février 1899, *J. sociétés* 1899, p. 31.

<sup>849</sup> D. FASQUELLE, « Le nantissement des valeurs mobilières », *RTD com.* 1995, p. 1.

<sup>850</sup> Il semblerait, cependant, que l'on puisse continuer d'utiliser les formes de dépossession admises avant la réforme du droit des sûretés du 23 mars 2006, sans passer par la publicité qui vient en remplacement. V. L. AYNES et P. CROCO, *Les sûretés, la publicité foncière*, Defrénois, 4<sup>ème</sup> éd., n° 529 et 530 ; M. COZIAN, A. VIANDIER et F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 25<sup>ème</sup> éd., Litec, 2012, n° 1104. Cette pratique semble cependant de mise en œuvre difficile, sans présenter d'utilité particulière. V. G. BARANGER, « Le nantissement conventionnel des parts de sociétés commerciales », *RJDA* 2007, p. 562 ; R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », *D.* 2006, p. 1298 ; J. STOUFFLET, *art. préc.*

<sup>851</sup> V. par exemple en ce sens, D. BARADERIE, « Le nantissement judiciaire des droits d'associé et des valeurs mobilières », *Gaz. Pal.* 1993, 2, doct. p. 910 ; H. CHASSARY, « Le nantissement des parts sociales », *RTD com.* 1977, p. 435, spéc. 465 ; P. DELEBECQUE, « Nantissement et saisie d'actions de société », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, *art. préc.*, p. 599.

<sup>852</sup> Art. L. 223-15 C. com. dans les SARL et art. 1867 C. civ. dans les sociétés civiles.

l'agrément des cessionnaires sera nécessaire en cas de réalisation de la garantie. Avant un tel agrément et avant la réalisation de la sûreté donc, on ne pourrait admettre l'intrusion d'un tiers dans une société de personnes, non partie au contrat de société et non agréé. Il ne doit donc pas être fait de différence entre les formes sociales : le droit de vote bénéficie au débiteur. Le nantissement n'engendre donc aucune dissociation entre la propriété, l'aléa et le vote.

**140. – Nantissement de compte d'instruments financiers et droit de réutilisation.** Le nouvel article L. 211-38 III du Code monétaire et financier<sup>853</sup> aurait pu renouveler les termes du débat dans les sociétés par actions puisqu'il consacre la possibilité d'un droit de réutilisation au profit du créancier nanti, au titre de certaines obligations financières<sup>854</sup> : les parties peuvent prévoir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire peut « *utiliser ou aliéner les biens ou droits en cause, à charge pour lui de restituer au constituant des biens ou droits équivalents* »<sup>855</sup>. Cette nouvelle disposition ne semble cependant pas avoir affecté la question du droit de vote. D'une part, le créancier nanti ne devient à aucun moment propriétaire des actions<sup>856</sup>, et le droit de vote devrait donc lui être refusé selon les principes classiques. D'autre part, l'article L. 225-110 du Code de commerce a vocation à s'appliquer dans une telle hypothèse. Or, aux termes de celui-ci, seul le débiteur, conservant la propriété des titres, est titulaire du droit de vote. En outre, cet article étant impératif, la liberté contractuelle ne saurait apporter aucune exception<sup>857</sup>. Le seul article L. 211-38 n'a pas pour objet et ne saurait avoir pour effet d'autoriser ce qui ne serait rien d'autre qu'une cession de vote prohibée.

Pourrait-on, en revanche, déduire du fait que le créancier puisse percevoir les dividendes au titre de son droit de réutilisation que l'aléa social pèse sur celui-ci ? Il ne le semble pas puisque les dividendes ne deviennent pas la propriété du créancier mais viennent accroître l'assiette de la garantie<sup>858</sup>. De même, la perte des titres ou leur dépréciation n'a pour effet que de diminuer la

---

<sup>853</sup> Disposition introduite par l'ord. n° 2005-171 du 24 févr. 2005 transposant la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002.

<sup>854</sup> V. art. L. 211-36 C. mon. et fin.

<sup>855</sup> V. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque et droit*, préc. ; B. GELPI, « Le droit de réutilisation », in « Les garanties financières », colloque organisé par les associations du master de droit des affaires et du master de droit bancaire et financier de l'université Panthéon-Assas, *Rev. dr. banc. et fin.* janv. 2007, dossier, p. 87 ; H. SYNDET, Introduction, « Les garanties financières », *colloque préc.*, p. 81 ; R. PAROLAI, PH. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, *art. préc.*

<sup>856</sup> V. H. SYNDET, *préc.* : « On comprend qu'en cas d'exercice du droit de « re-use », la propriété du bien gagé passe directement du constituant à l'acquéreur, sans transiter par le patrimoine du créancier gagiste ». Comp. F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », *JCP éd. E* 2005, n° 43, 1519.

<sup>857</sup> *Contra* B. GELPI, « Le droit de réutilisation », in « Les garanties financières », *art. préc.*, dossier, p. 87 ; R. PAROLAI, PH. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, « Les sûretés en matière financière projetées dans une ère nouvelle par la directive Collateral – L'introduction du droit d'utilisation : le re-use à la française, une "quasi-propriété" ? », *Banque et Droit* 2005, n° 104, p. 3.

<sup>858</sup> Art. L. 220-10 I C. mon. fin. V. sur cette question A. GAUDEMET, *Les dérivés*, Préf. H. Synvet, *Economica*, 2010, n° 382.

valeur de l'objet nanti et les chances du créancier de recouvrer sa créance. Pour autant, celui-ci conserve son droit de créance et pourra recouvrer ce qui lui est dû par d'autres moyens. Le bénéficiaire de la sûreté ne subit donc pas le risque d'associé, mais le risque supporté par tout créancier. Ainsi, cette opération, qui laisse le créancier titulaire d'un droit d'usage et de disposition tout en conférant la propriété des titres au débiteur, n'engendre pas pour autant une dissociation entre propriété économique et propriété juridique<sup>859</sup>. Le constituant demeure propriétaire et subit effectivement l'aléa social.

## b. La tenue de compte-conservation

**141. – Présentation.** En matière de valeurs mobilières, quelle que soit la qualification donnée au contrat liant l'actionnaire et le teneur de compte conservateur – contrat spécial régi par le Règlement général de l'AMF<sup>860</sup>, dépôt, mandat, contrat d'entreprise<sup>861</sup> –, les obligations de ce dernier ne font aujourd'hui plus de doute. Il se doit en effet « d'apporter tous ses soins à la conservation des instruments financiers » et « faciliter l'exercice des droits attachés à ces instruments financiers »<sup>862</sup>. Il est notamment précisé que « le teneur de compte conservateur ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés, ni en transférer la propriété sans l'accord exprès de leur titulaire »<sup>863</sup>. Il doit s'assurer que tout mouvement de compte se réalise uniquement sur l'instruction du titulaire<sup>864</sup>. Ce dernier conserve la propriété des titres<sup>865</sup> et bénéficie des

---

<sup>859</sup> V. toutefois J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Préf. D. Cohen, Economica, 2010, n° 333 et s.

<sup>860</sup> Livre III, Titre II, Chapitre II, RG AMF.

<sup>861</sup> V. J.-P. BOUERE et H. DE VAUPLANE, « Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de comptes et son client », *Bull. Joly* 1997, p. 617 ; A. GAUVIN, « Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière », *D. aff.* 1998, p. 1470 ; P. GOUTAY, « Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers : pour une approche moderne et non conservatrice », *Banque et droit* juill.-août 2009, p. 3 ; R. LIBCHABER, « Le dépôt d'instruments financiers », *Dr. et patrimoine* mai 2000, p. 8 ; A. GHOZI, « Le dépôt de valeurs mobilières dématérialisées en droit privé », in *Annexes au rapport du CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres, Rapport officiel*, mai 1997, annexe VIII.11, p. 181 et s. ; « Sur la nature juridique de l'inscription en compte d'un actif financier en droit positif », *préc.*, Annexes XIII. 12, p. 195 ; « Observations complémentaires sur la nature juridique de l'inscription en compte d'un actif financier sous l'empire de la loi du 2 juillet 1996 », *préc.*, Annexe XIII.13, p. 205 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 221-2 et s. ; P. MALAURIE, L. AYNES et P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, 6<sup>ème</sup> éd, Defrénois 2012, n° 881 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par P. DELEBECQUE et M. GERMAIN, *Droit commercial*, t. 2, LGDJ, 17<sup>ème</sup> éd., n° 270. V. égal. Conseil national du titre et du crédit, *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997, p. 124 et s. V. égal. S. TORCK, *Essai d'une théorie générale des droits réels sur choses fongibles*, th. Paris 2, 2001, n° 494 et s. ; J.-P. VALUET, « L'identification des actionnaires des sociétés cotées – Le rapport du groupe de travail réuni à l'ANSA », *Rev. sociétés* 1996, p. 707 : « Une brève analyse des textes demeurant en vigueur et de la jurisprudence permet cependant de donner un aperçu de la complexité et du "flou" de la situation juridique actuelle du dépositaire de titres ».

<sup>862</sup> Art. 322-4 RG AMF.

<sup>863</sup> Art. préc. V. égal. Art. L. 211-9 et L. 533-10 C. mon. fin.

<sup>864</sup> Art. 322-6 RG AMF.

<sup>865</sup> V. notamment art. L. 211-9 C. mon. fin. V. égal. D. OHL, « Valeurs mobilières », *Rép. Dalloz Sociétés*, sept. 2005, n° 45. V. sur la qualification de dépôt irrégulier, A. GHOZI, « Le dépôt de valeurs mobilières

prérogatives qui y sont attachées. Il reste donc titulaire du droit de vote, la seule atténuation concernant le cas des actionnaires non résidents au nom desquels les intermédiaires inscrits peuvent voter<sup>866</sup>. Ces derniers agissent néanmoins pour le compte des actionnaires : l'attribution du droit de vote au propriétaire n'est donc pas remise en cause.

### c. L'indivision

**142. – Présentation.** L'indivision ne soulève pas aujourd'hui de difficulté théorique relative à l'attribution du droit de vote. Si la qualité d'associé des indivisaires a pu être contestée à une époque, celle-ci ne fait plus aucun doute<sup>867</sup>. La loi règle, d'ailleurs, en grande partie, la question de l'exercice des prérogatives sociales. Les indivisaires ne peuvent tous exercer le droit de vote, mais ils en demeurent titulaires et un mandataire est chargé de voter en leur nom<sup>868</sup>. Seul un problème d'ordre pratique surgit lorsque les indivisaires ne parviennent à choisir un tel représentant<sup>869</sup>. La difficulté porte alors non sur l'attribution mais sur l'exercice du droit de vote. Là encore, il n'y a pas de dissociation entre propriété, aléa et vote.

### d. La vente avec réserve de propriété

**143. – Présentation.** Si aucune disposition particulière ne régit la vente avec réserve de propriété de parts sociales et d'actions, sa validité semble devoir être *a priori* admise puisque la propriété de tout bien peut être retenue en garantie aux termes de l'article 2367 du Code civil<sup>870</sup>. Dans le schéma classique, le vendeur conserve la propriété de la chose, tandis que son usage bénéficie à l'acheteur, détenteur précaire, jusqu'au transfert de propriété<sup>871</sup>. Celui-ci la reçoit en

---

dématérialisées en droit privé», *art. préc.* ; « Observations complémentaires sur la nature juridique de l'inscription en compte d'un actif financier sous l'empire de la loi du 2 juillet 1996 », in *Annexes au rapport du CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres, Rapport officiel*, mai 1997, p. 205.

<sup>866</sup> V. *infra* n° 272.

<sup>867</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 6 févr. 1980, n° 78-12513, *Rev. sociétés* 1980, p. 521, note A. VIANDIER ; *D.* 1981, IR, p. 36, obs. J.-C. BOUSQUET ; Paris, 7 janv. 2009, *RJDA* 2009, n° 442. V. égal. A. VIANDIER, *La notion d'associé*, *préc.*, n° 238 et s. ; Y. FLOUR, « L'état d'actionnaire et les concours de droits réels. La qualité d'actionnaire et l'indivision », in « Qu'est-ce qu'un actionnaire ? », *préc.*, p. 569 ; H. HOVASSE et M. NOE, « Indivision et droits sociaux », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* sept.-oct. 2010, p. 3.

<sup>868</sup> Art. 1844 al. 2 du C. civ., art. L. 225-110 C. com. V. sur ces questions E. NAUDIN, « La représentation des indivisaires dans l'exercice du droit de participer aux décisions collectives », *Bull. Joly* 2012, p. 178.

<sup>869</sup> L'article 1844 C. civ. dispose dans ce cas : « *En cas de désaccord, le mandataire sera désigné en justice à la demande du plus diligent* ».

<sup>870</sup> V. T. JACOMET et F. FARMINE, « La vente d'actions avec réserve de propriété », *Bull. Joly* 1991, p. 977 ; P. MOUSSERON, « Les clauses de réserve de propriété en matière de cessions de droits sociaux », *Actes pratiques sociétés* mars-avr. 2004, p. 1. V. également Cass. com. 11 juin 1985, n° 84-10913, *Bull. civ. IV* 1985, n° 190, p. 159 ; Cass. com. 24 sept. 2002, n° 98-22280, *Bull. Joly* 2002, p. 1320, note T. JACOMET.

<sup>871</sup> F. PEROCHON, *La réserve de propriété dans la vente de meubles corporels*, Avant-propos J.-M. Mousseron et Préf. F. Derrida, Litec, 1988, n° 104 ; M. CABRILLAC, C. MOULY, S. CABRILLAC et P. PETEL *Droit des sûretés*, 9<sup>ème</sup> éd.,

qualité de détenteur et a donc l'obligation de la conserver<sup>872</sup>. L'application d'une telle clause en matière sociale soulève cependant plusieurs interrogations. L'intérêt du mécanisme pour l'acheteur sous réserve de propriété serait de pouvoir bénéficier des droits politiques et pécuniaires. Il y aurait alors dissociation entre propriété et vote. Mais le vendeur peut-il ainsi conférer l'usage de ses droits à l'acheteur ? Cette question ne se poserait pas si l'on considérait que la clause de réserve de propriété constitue une condition résolutoire. Dans ce cas, l'acheteur serait immédiatement propriétaire dès la formation du contrat et jouirait donc des droits attachés à la qualité d'associé. En cas de non paiement du prix, la vente serait résolue et le vendeur redeviendrait ainsi propriétaire. Cependant, l'effet suspensif de la clause a été consacré par la Cour de cassation<sup>873</sup> puis par le législateur<sup>874</sup>, la qualification de terme ou de condition restant quant à elle incertaine<sup>875</sup>. Il ne fait donc plus de doute que le vendeur demeure propriétaire jusqu'au complet paiement du prix. La question des droits de l'acheteur dans la société entre la conclusion du contrat et le paiement du prix continue, par conséquent, de se poser. Cela invite à s'interroger sur la validité du transfert d'un droit d'usage des droits sociaux. Mais d'autres considérations d'ordre technique, qu'il convient d'envisager préalablement, viennent entraver le jeu d'une clause de réserve de propriété. Il faut ainsi se demander si les parties peuvent librement fixer la date du transfert de propriété des droits sociaux. Dans le cas d'une réponse positive, il convient encore de se demander s'il est possible en pratique de conférer le droit de vote à l'acheteur sans lui transférer la propriété des droits sociaux. Enfin, sur le fond, il faut s'interroger sur la validité du transfert d'un droit d'usage sur les droits sociaux.

**144. – Date du transfert de propriété.** Avant de s'intéresser à la validité du transfert d'un droit d'usage sur les droits pécuniaires et politiques, il convient de se demander si les parties peuvent librement retarder la date du transfert de propriété de droits sociaux. À défaut, une clause de

---

Litec, 2010, n° 816. Sur la nature du droit de l'acquéreur sur la chose vendue : V. J. GHESTIN, « Réflexions d'un civiliste sur la clause de réserve de propriété », *D.* 1981, chron., 1 ; M. GRIMALDI, « Réflexions sur les sûretés propriétés », in *Mélanges J. Dupichot*, Bruylant, 2004, p. 169

<sup>872</sup> V. cependant concernant les ventes de marchandises destinées à être utilisées dans l'activité professionnelle de l'acquéreur : F. PEROCHON, *ouvr. préc.*, n° 105 et s. ; M. CABRILLAC, C. MOULY, S. CABRILLAC et P. PETEL *ouvr. préc.* V. égal. Cass. com. 11 mars 1997, n° 94-20069, *Bull. civ. IV* 1997, n° 70, p. 63.

<sup>873</sup> Affaire *Mecarex*, Cass. com. 20 nov. 1979, n° 77-15978, *Bull. civ. IV* 1979, n° 300 ; *D.* 1980, IR, p. 571, note B. AUDIT ; *JCP éd. G* 1981, II, 19615, note J. GHESTIN.

<sup>874</sup> Art. 2367 C. civ. : « La propriété d'un bien peut être retenue en garantie par l'effet d'une clause de réserve de propriété qui suspend l'effet translatif d'un contrat jusqu'au complet paiement de l'obligation qui en constitue la contrepartie ». V. notamment P. CROCQ, « La réserve de propriété », *JCP éd. G* 2006, n° 20, I, 6, spéc. n° 10 ; *JCP éd. E* 2006, n° 20, p. 6. La loi du 12 mai 1980 relative aux effets des clauses de réserve de propriété dans les contrats de vente retenait également cette option.

<sup>875</sup> Sur ces questions, V. notamment : F. PEROCHON, *ouvr. préc.*, p. 31 et s. ; G. MARTY, P. RAYNAUD et PH. JESTAZ, *Droit civil – Les sûretés, la publicité foncière*, Sirey, 1987, n° 549 ; J. GHESTIN, « Réflexions d'un civiliste sur la clause de réserve de propriété », *préc.* ; A. GHOZI, « Nature juridique et transmissibilité de la clause de réserve de propriété », *D.* 1986, chron., LII.



réserve de propriété serait impossible. Or dans les sociétés par actions, il existe des dispositions impératives concernant le transfert de propriété.

Aux termes de l'article L. 228-1 du Code de commerce et de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte-titres de l'acheteur, inscription qui est obligatoirement faite au nom du propriétaire<sup>876</sup>. Et les parties ne peuvent pas choisir librement la date d'inscription en compte dans toutes les hypothèses. Ainsi, lorsque les cessions portant sur des titres « *admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers* » et négociés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, la date de l'inscription en compte est fixée de manière impérative par le règlement général de l'AMF à la date du dénouement effectif de la négociation, soit, dans la majorité des cas, trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres<sup>877</sup>. Toute clause de réserve de propriété est donc exclue<sup>878</sup>. Il existe néanmoins des exceptions. Notamment, dans un système de dénouement irrévocable en continu<sup>879</sup>, le transfert de propriété au profit de l'acheteur n'a lieu au moment de l'enregistrement de l'opération dans les livres du dépositaire central que lorsque le prix a été payé. Cela pourrait sembler permettre le jeu d'une clause de réserve de propriété. Toutefois, il n'en est rien : si le prix n'est pas versé, le vendeur ne demeure pas propriétaire des titres : le transfert de propriété a lieu au profit du teneur de compte conservateur, généralement dans le délai de trois jours<sup>880</sup>. En revanche, lorsque les cessions sont réalisées de gré à gré, les parties retrouvent la possibilité de fixer librement la date d'inscription en compte emportant transfert de propriété. Il en va de même pour les cessions entrant dans le domaine de l'article L. 228-1 du Code de commerce<sup>881</sup>. Une clause de réserve de propriété est donc exclue dans tous les cas où les textes fixent impérativement la date du transfert de propriété.

---

<sup>876</sup> Art. L. 228-1 al. 5 C. com. Il existe cependant une exception lorsque le propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français. Dans ce cas, l'inscription peut être faite au nom de l'intermédiaire. Celui-ci est alors tenu de déclarer qu'il agit en cette qualité.

<sup>877</sup> Art. 570-2 du RG AMF.

<sup>878</sup> Sur les marchés réglementés, il est possible d'utiliser le système de règlement différé qui permet de différer le paiement du prix ou le transfert de propriété. Il ne permet néanmoins pas le jeu d'une clause de réserve de propriété. Art. 516-1 et s. RG AMF. V. A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, et D. ROBINE, *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 107 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Economica, 2010, n° 705

<sup>879</sup> Le dénouement irrévocable en continu est devenu le principe en pratique, puisque le système de règlement-livraison *ESES France* l'utilise. V. notamment J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 482 et s. Pour une explication de son fonctionnement, V. *Descriptif détaillé des services ESE, Sous-système dénouement*, traduction de la version anglaise du 22 décembre 2008, disponible sur [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com).

<sup>880</sup> L. 211-17 al. 3 C. mon. fin ; art. 570-7 RG AMF. V. sur cette question J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 478

<sup>881</sup> Art. R. 228-10 C. com. Sur le domaine de cette disposition, V. A. REYGROBELLET, « Apport du décret numéro 2006-1566 du 11 décembre 2006 sur le droit applicable aux instruments financiers et, plus particulièrement, aux valeurs mobilières », *RTDF* 2007, n° 1, p. 64.

Il existe néanmoins plusieurs hypothèses où il est laissée la possibilité aux parties de retarder la date d'inscription en compte<sup>882</sup>.

**145. – Modalités de la transmission des prérogatives sociales.** Lorsqu'une clause de réserve de propriété est envisageable, permet-elle pour autant de transférer les droits politiques et pécuniaires à l'acquéreur non encore propriétaire ?

Dans les sociétés de personnes, la cession de parts sociales est opposable à la société après sa signification dans les formes de l'article 1690 du Code civil, la signification pouvant être remplacée par le dépôt d'un original de l'acte de cession au siège social contre remise par le gérant d'une attestation du dépôt dans les SNC et les SARL, par le simple transfert sur les registres de la société dans les sociétés civiles<sup>883</sup>. Ce n'est qu'à partir de l'accomplissement de ces formalités que les prérogatives sociales sont transmises au cessionnaire. Ainsi, leur transmission n'est pas dissociable du transfert de propriété. Contrairement à la pratique traditionnelle de la clause de réserve de propriété laissant l'usage de la chose à l'acheteur, il est impossible au cessionnaire de parts sociales de jouir des droits qui y sont attachés avant le transfert de propriété.

Dans les sociétés par actions, l'inscription en compte est nécessaire pour que le titulaire des titres puisse jouir des droits qui y sont attachés<sup>884</sup>, et celle-ci ne peut être réalisée qu'au nom du propriétaire. Le cessionnaire ne peut donc exercer ses droits qu'une fois la cession inscrite en compte, c'est-à-dire quand la propriété a été transférée<sup>885</sup>. Là encore, la clause de réserve ne peut produire ses effets traditionnels : le cessionnaire ne pourrait se voir conférer un droit d'usage sur les titres qu'il a vocation à acquérir<sup>886</sup>. Même en admettant que les parties puissent fixer la date d'inscription de manière rétroactive<sup>887</sup>, pendant la période s'étendant de la conclusion du contrat

---

<sup>882</sup> V. de manière détaillée sur cette question O. DEXANT – DE BAILLENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Préf. H. Synvet, Dalloz, 2012, n° 197 et s.

<sup>883</sup> Art. L. 221-14 C. com. pour les SNC, art. L. 223-17 C. com. pour les SARL, art. 1865 C. civ. pour les sociétés civiles.

<sup>884</sup> V. R. ROBLOT, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, ANSA, n° 185, 1984, spéc. p. 30 ; P. MERLE et A. FAUCHON, *préc.*, n° 278. V. loi de finances pour 1982 du 31 décembre 1981, art. 94 II al. 4 (version d'origine) : « A compter de la même date, les détenteurs de valeurs mobilières, antérieurement émises, ne peuvent exercer les droits attachés à leurs titres que si ceux-ci ont été présentés à la personne morale émettrice ou à un intermédiaire habilité en vue de leur inscription en compte ». Cependant, lorsque les négociations sont effectuées sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, l'acquéreur bénéficie des droits financiers dès l'exécution de l'ordre, avant même l'inscription : art. 570-6 RG AMF. V. égal. concernant le droit de vote dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un dépositaire central : art. R. 225-85 C. com.

<sup>885</sup> V. J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 223.

<sup>886</sup> V. Mémento F. Lefebvre, *Cessions de parts et d'actions*, 2007-2008, n° 55450 et 55455.

<sup>887</sup> Soutenant la possibilité d'une inscription rétroactive : H. LE NABASQUE, « Date du transfert de propriété en cas de cessions d'actions non cotées », *Rev. dr. bancaire* 2007, n° 1, p. 39. *Contra* H. HOVASSE, « Transfert de propriété », *Dr. sociétés* 2007, n° 2, comm. 31 ; B. THULLIER, *D.* 2007, Pan., p. 1693. V. égal. sur cette question,

au paiement du prix, seul le cédant, alors inscrit en compte, pourrait voter. Une inscription rétroactive pourrait éventuellement influencer sur les droits pécuniaires – les sommes perçues par le cédant alors qu’il n’était en réalité pas propriétaire pouvant être reversées au cessionnaire –, mais quant aux droits politiques, le cessionnaire n’aura pas pu les exercer pendant cette période et aucun correctif ne peut être ici apporté *a posteriori*. Les parties pourront envisager des solutions alternatives, et notamment, conclure une convention de vote<sup>888</sup>. Il n’y aurait alors, toutefois, pas transfert de l’usage des droits politiques, à proprement parler.

Dans les sociétés par actions, cependant, ne pourrait-on envisager de porter une mention en compte précisant, par exemple, que le vendeur est titulaire d’un droit d’usage sur les titres, à la manière de la pratique existante en matière d’usufruit ou de location ? D’abord, la tenue des registres de titres nominatifs est réglementée par l’article R. 228-8 du Code de commerce qui réserve l’inscription en compte aux titulaires de titres, entendus comme les propriétaires, nus-propriétaires, usufruitiers, ou locataires. Pour les titres au porteur, il n’existe pas de règle similaire. Seul l’article 322-89 du Règlement général de l’AMF édicte que le compte mentionne les éléments d’identification du porteur et les spécificités affectant l’exercice de ses droits. Ensuite, si le législateur a expressément prévu la mention de la location à côté du nom de l’associé dans le registre des titres nominatifs, rien n’est prévu en revanche en matière de démembrement de propriété. La mention de l’usufruit dans le registre des transferts résulte, en matière de titres au porteur, d’une pratique constante et nécessaire pour que l’usufruitier puisse exercer les droits qui lui sont reconnus par la loi. Par analogie, le propriétaire pourrait-il faire inscrire une mention aux termes de laquelle il confère un droit d’usage à l’acheteur sous clause de réserve de propriété ? La loi attribue expressément le droit de vote à l’usufruitier et au nu-propriétaire, au locataire et au bailleur. L’inscription d’une mention en compte ne permet donc que la mise en œuvre du dispositif légal. En cela, la mention de l’usufruit dans le registre des transferts des titres au porteur, alors qu’elle n’est pas prévue par le règlement, est conforme à l’esprit des textes. Elle est même indispensable à leur application. Il en va autrement en matière de clause de réserve de propriété. Une mention en compte serait purement contraire à la règle qui veut que la mention soit faite au nom du propriétaire<sup>889</sup>.

---

A. COURET et *alii*, *Droit financier, ouvr. préc.*, n° 1143.

<sup>888</sup> V. T. JACOMET et F. FARMINE, *préc.*

<sup>889</sup> Art. L. 228-1 al. 5 C. com. Rapp. égal. Cass. com. 29 janv. 2008, n° 06-19624, *Bull. civ. IV* 2008, n° 17 : « L’inscription en compte des valeurs mobilières au nom de leur titulaire, n’ayant pas pour fonction d’informer les tiers des imperfections susceptibles d’affecter les droits de celui-ci, ne peut être assortie d’aucune mention ayant un tel objet ». *D.* 2008, AJ, p. 481 ; *Rev. sociétés* 2008, p. 589, DUBERTRET (M.) ; *Dr. sociétés avr.* 2008, n° 79, p. 28, note H. HOVASSE ; *Bull. Joly* 2008, p. 408, note H. LE NABASQUE ; *RTFD* 2008, n° 2, p. 52, note A. REYGROBELLET.

La clause de réserve de propriété, lorsqu'elle est possible, ne permet donc pas le transfert des droits pécuniaires et politiques indépendamment de la propriété. Seuls des aménagements contractuels, auxquels la société resterait étrangère, permettraient d'atteindre un résultat similaire. L'opération échapperait toutefois au schéma habituel de la réserve de propriété.

**146. – Question de la validité du transfert d'un droit d'usage.** Des obstacles pratiques semblent jusqu'alors s'opposer à l'utilité de la clause de propriété. Une telle clause pourrait-elle être valable si ces obstacles d'ordre formel étaient levés ? Le vendeur peut-il conférer à l'acheteur un droit d'usage sur ses titres ? Cela ne revient-il pas à une cession de droit de vote ou à une convention de vote prohibée ?

Il semble exclu, d'abord, de considérer la clause de réserve de propriété comme une convention de vote, au sens d'une convention ayant pour objet l'exercice en commun du droit de vote<sup>890</sup>. En effet, dans ce cas de figure, le droit de vote demeure exercé par le titulaire des actions ou parts sociales, ce qui n'est pas le cas ici. Il serait possible d'aménager la clause de telle manière que l'acheteur n'eût pas l'usage des droits pécuniaires et politiques, tandis qu'une convention de vote lierait le vendeur qui devrait recueillir l'avis de l'acheteur, sous réserve du respect des critères jurisprudentiels relatifs à la validité d'une telle convention<sup>891</sup>. Néanmoins, cette pratique ne correspondrait plus à la notion de clause de réserve de propriété telle qu'on l'a définie<sup>892</sup> et constituerait une banale convention de vote. Il serait également possible de conférer un mandat de vote à l'acheteur, dans les formes sociales qui le permettent. Là encore, cependant, l'opération ne correspondrait plus au schéma traditionnel de la réserve de propriété.

Peut-on, alors, considérer que la vente avec clause de réserve de propriété équivaut à une cession de vote prohibée ? Une cession de vote s'entend généralement comme une cession du seul droit de vote indépendamment des prérogatives pécuniaires conférées par les titres<sup>893</sup>. Or la réserve de propriété n'implique pas une telle dissociation puisque l'acheteur entend se voir transmettre certaines prérogatives pécuniaires. On ne peut ainsi parler ni de convention portant sur l'exercice du droit de vote ni de cession de vote *stricto sensu*.

---

<sup>890</sup> V. *supra* n° 46.

<sup>891</sup> V. *supra* n° 48 et s.

<sup>892</sup> V. *supra* n° 143.

<sup>893</sup> V. *supra* n° 42. V. notamment Paris 17 nov. 1965, *préc.*, au sujet d'une dissociation entre droits politiques et pécuniaires par le biais de la constitution d'un usufruit : « Une telle cession, qui aboutit à dissocier des droits pécuniaires le droit à l'administration de la société, est nulle d'ordre public, le droit de vote aux assemblées générales constituant l'un des attributs essentiels de la part d'une société à responsabilité limitée, comme de l'action d'une société anonyme ».

Pour autant, cette pratique aboutit, de fait, à priver le propriétaire d'actions ou de parts sociales du droit de vote, ce que l'analyse classique n'admet pas. La pratique est ainsi contraire au principe selon lequel « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives et de voter* »<sup>894</sup>, puisque l'associé est considéré comme le propriétaire des droits sociaux. En dehors des hypothèses légales de location ou d'usufruit, tout transfert du droit de vote indépendamment de la propriété des titres est prohibé par l'article 1844 du Code civil, et ce même s'il est accompagné de prérogatives pécuniaires. Une clause statutaire ou la convention des parties ne pourrait alors suffire à organiser une vente avec réserve de propriété qui aurait pour effet de conférer le droit de vote à l'acheteur avant le transfert de propriété : si la répartition des droits entre vendeur et acheteur sous réserve de propriété peut habituellement être réglée par la convention des parties<sup>895</sup>, leur marge de manœuvre est réduite en matière sociale puisque les dispositions impératives du droit des sociétés s'imposent. Les parties pourraient alors parvenir à un résultat voisin en concluant une location, dans l'attente du transfert de propriété, ou en opérant un démembrement de propriété.

Le vendeur conservant le droit de vote, il n'existe pas de dissociation entre propriété et vote et la clause de réserve de propriété n'est pas, à cet égard, problématique, ce qui tient d'ailleurs à son efficacité réduite. Pour autant, nous le verrons, ce mécanisme suscite des difficultés en ce qu'il apparaît que le vendeur ne subit pas l'aléa social. Ainsi, s'il n'y a pas de dissociation entre propriété et vote, il existe une rupture entre aléa et propriété. Cette question sera examinée ultérieurement<sup>896</sup>. On entrevoit déjà que le présupposé qui veut que la propriété suppose l'aléa n'est pas exact<sup>897</sup>.

## 2. Les mécanismes engendrant une dissociation entre propriété et vote

**147.** – Les mécanismes jusqu'à présent étudiés n'engendrent pas de dissociation entre propriété et vote. Il en va cependant autrement de la location et du crédit-bail pour lesquels le législateur a expressément autorisé cette rupture (a). Il en est de même lorsqu'un actionnaire vend ses titres après la date d'enregistrement, dans les sociétés par actions (b). Nous évoquerons encore brièvement le cas du retrait ou de l'exclusion d'un associé (c). Enfin, il faut mettre à part le démembrement de droit sociaux dans lequel le critère de la propriété est difficilement applicable (d). Dans ces hypothèses, l'application des principes classiques se brouille et la notion d'associé s'obscurcit.

---

<sup>894</sup> Cass. com. 9 février 1999, *préc.*

<sup>895</sup> V. J. GHESTIN, *art. préc.*, spéc. p. 7 ; F. PEROCHON, *ouvr. préc.* n° 104 et s.

<sup>896</sup> V. *infra* n° 180. V. égal. sur la clause de réserve de propriété, *infra* n° 432.

<sup>897</sup> V. *infra* n° 354 et s.

## a. La location et le crédit-bail d'actions et de parts sociales

**148. – Présentation.** Si la légalité de la location d'actions et de parts sociales a longtemps été incertaine<sup>898</sup>, la loi du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises a levé tout doute<sup>899</sup>. Elle l'autorise, de même que le crédit-bail<sup>900</sup>, dans les SARL et les sociétés par actions sous des conditions toutefois restrictives<sup>901</sup>. Notamment, elle ne peut porter que sur des titres nominatifs non négociables sur un marché réglementé et non inscrits aux opérations d'un dépositaire central. Elle ne peut, en outre, être consentie qu'à une personne physique<sup>902</sup>. Il faut en déduire *a contrario* qu'elle n'est pas possible dans les SARL et les sociétés par actions hors du cadre légal ni dans les autres sociétés. Le dispositif restrictif mis en place par le législateur perdrait sinon toute raison d'être<sup>903</sup>.

**149. – Dissociation entre propriété, aléa et vote.** Le schéma de la location est simple. Le bailleur confère au preneur la jouissance de ses droits sociaux et perçoit en contrepartie un loyer. Le preneur reçoit, quant à lui, les dividendes et peut bénéficier d'un certain nombre de droits

---

<sup>898</sup> V. en faveur de la location d'actions et avant la loi du 2 août 2005 : CL. FERRY, « La location d'actions avec promesse unilatérale de vente », *JCP éd. E* 1993, I, 274 ; J. GUYENOT, « Aspects juridiques et pratiques de la location, du prêt et de la vente à réméré de valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes », *Les Petites aff.* 1978, n° 51, p. 9 ; T. JACOMET, « Et... la location d'actions », *Bull. Joly* 1993, p. 640. V. égal. B. MONASSIER et C. LIAUZU, « "Détenion et propriété" ou quelques réflexions à propos de sociétés anonymes de conseils juridiques », *JCP éd. E* 1978, II, 12810 ; M.-H. GIRARD, « Prêt, dépôt, séquestre location et crédit-bail », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 787. V. égal. en matière de crédit-bail : J.-M. MOUSSERON et *alii*, « Le crédit-bail d'actions », *Cahiers de dr. de l'entreprise* 1977, n° 2, p. 17 ; CL. FERRY et J.-P. BAUR, « Le crédit-bail d'actions », *Rev. dr. bancaire* 1994, n° 42, p. 57. *Contra* : « A quelles conditions le crédit-bail d'actions est-il licite ? », *Communication ANSA, comité juridique*, janv.-févr. 1994, n° 2696, p. 9 qui admet la validité de la location entre les parties mais qui dément qu'elle puisse être opposable à la société. ; F. ROUSSEL, « Location de titres et crédit-bail de titres, Loi Dutreil II 2 août 2005, art. 26 et 37 : un texte plein de promesses ! », *JCP éd. N.* 2006, n° 2, 1016.

<sup>899</sup> Loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises, art. 26.

<sup>900</sup> V. égal. art. L. 313-7 C. mon. fin.

<sup>901</sup> Art. L. 239-1 C. com. V. E. CAVAËR et P.-E. PERROT, « La location de parts sociales et actions : un moyen astucieux d'acquérir une entreprise », *Bull. Joly* 2011, p. 344.

<sup>902</sup> Pour une présentation du domaine de la location, V. notamment C. MALECKI, « La loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises et les bons offices de la location d'actions et de parts sociales », *D.* 2005, p. 2382 ; R. MORTIER et A. MORTIER, « La location d'actions et de parts sociales », *Actes prat. et ing. soc.* mars-avr. 2007, p. 4 ; B. SAINTOURENS, « Les réformes du droit des sociétés par les lois du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », *Rev. sociétés* 2005, p. 527.

<sup>903</sup> En ce sens, P. LE CANNU, « La location et le crédit-bail d'actions et de parts de SARL », *RTD com.* 2005, p. 770 : « (...) La nature du dispositif paraît accréditer la thèse de l'exclusivité. C'est en effet à reculons que le législateur est entré dans le domaine de la location d'actions. Il a multiplié les mesures de prudence, au point que la zone de liberté est à divers égards - non point tous - fort réduite, et que le régime de la location souffre d'un formalisme assez pesant. Que vaudraient ces mesures si l'on pouvait les contourner en se fondant sur le seul droit commun ? » ; R. MORTIER et A. MORTIER, *préc.* ; *Contra*, B. THULLIER, Panorama de la législation en droit civil des affaires, *D.* 2006, p. 1380 ; A. REYGROBELLET, « Le crédit-bail portant sur les parts sociales d'une société civile immobilière », *Rev. sociétés* 2010, p. 419 ; B. SAINTOURENS, « Réformes du droit des sociétés par les lois des 26 juillet et 2 août 2005 », *Rev. sociétés* 2005, p. 527.

politiques. Quant au droit de vote, il est prévu qu'il « *appartient au bailleur dans les assemblées statuant sur les modifications statutaires ou le changement de nationalité de la société et au locataire dans les autres assemblées* »<sup>904</sup>. Le propriétaire des droits sociaux n'est donc plus le titulaire unique du droit de vote. Il n'est pas contestable, en outre, que le preneur, qui n'a qu'un droit personnel, ne réalise aucun apport et n'a aucun droit sur l'apport effectué par le propriétaire. Il ne court donc pas l'aléa social : s'il perçoit les dividendes, il ne subit pas de risque et n'est pas *a priori* intéressé par l'appréciation des droits sociaux. Il y a, à première vue, dissociation entre propriété et vote, et donc entre aléa social et vote, dissociation expressément autorisée par le législateur.

**150. – L'objectif poursuivi et la question de l'aléa social.** Cette situation est-elle pour autant problématique ? Il convient, afin de répondre à cette question, de s'interroger sur les usages possibles de ce mécanisme. Ceux-ci sont nombreux et variés : transmission d'entreprise, couverture des risques subis par les associés, garantie, organisation de l'actionnariat, montages financiers divers<sup>905</sup>... Le législateur a toutefois entendu limiter ce dispositif à la transmission des petites et moyennes entreprises : « *L'idée consiste à promouvoir un mode de transmission progressif des actifs sociaux sans avoir à réaliser une avance de capitaux importants pour acquérir la quantité de parts ou d'actions nécessaire au contrôle immédiat de la société. Par le moyen de la location, le locataire peut accéder au capital social et obtenir une vision interne du potentiel de la société et lever éventuellement une option d'achat au terme de la période du bail.* » ; « *Son objectif est ainsi clairement de permettre la reprise d'une entreprise de forme sociale par une personne ayant des moyens limités, et non par une société* »<sup>906</sup>. Il a voulu exclure, au contraire, tout montage complexe à la légitimité contestable : « *L'exclusion des personnes morales du bénéfice de la location de titres tient également aux difficultés susceptibles de surgir en matière de participations réciproques, de risques de manipulations comptables, de règles d'auto détention de capital ou de droits de vote* »<sup>907</sup>. Dans cette optique, il ne semble plus tout à fait exact d'affirmer que le locataire ne court pas le risque social. Certes, on ne peut nier que le locataire n'est pas propriétaire et, en cela, il n'aurait pas la qualité d'associé<sup>908</sup>, ni celle d'apporteur. Cependant, il est un associé en devenir, un « *associé à l'essai* »<sup>909</sup>. Le législateur le considère, d'ailleurs, avec le bailleur, comme « *détenteur d'actions ou de parts*

---

<sup>904</sup> Art. L. 239-3 C. com.

<sup>905</sup> V. T. JACOMET, *préc.* ; B. PICHARD, « La location d'actions, outil de stabilisation de l'actionnariat », *JCP éd. E* 2005, n° 47, p. 1705 ; Dr. sociétés 2006, n° 1, étude 3 ; D. CHEDEVILLE et G. BURROWS, « Les applications du régime nouveau de location d'actions et de parts sociales introduit par la loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », *La location d'actions et de parts de SARL*, Études réunies par J.-C. Hallouin, H. Causse et J. Monnet, Université de Poitiers, LGDJ, 2008. En matière de crédit-bail : C. FERRY, « La mise en place d'un crédit-bail de titres de société », *JCP éd. E* 2007, n° 23, p. 1709.

<sup>906</sup> G. CORNU, Rapport fait au nom de la Commission des affaires économiques et du plan sur le projet de loi en faveur des petites et moyennes entreprises, n° 333, p. 102.

<sup>907</sup> G. CORNU, *rapp. préc.*

<sup>908</sup> V. sur cette question, L. GROSCLAUDE, « La location de droits sociaux : le coup d'épée dans l'eau de la loi du 2 août 2005 », *RLDA* 2006, n° 1, p. 10. V. égal. R. MORTIER et A. MORTIER, *préc.*, spéc. n° 7.

<sup>909</sup> C. MALECKI, *préc.*

*sociales* »<sup>910</sup>, pour l'application du livre IV du Code de commerce relatif à la liberté des prix et à la concurrence. Son objectif est l'acquisition de l'entreprise et il a intérêt à l'aboutissement du projet. S'il n'a pas manifesté sa volonté ferme de devenir associé<sup>911</sup>, il a en vue l'acquisition des titres : à défaut, il aurait perdu temps et argent. Ce trait est accentué dans le crédit-bail : le crédit-preneur n'est pas tenu d'acquérir *in fine* les parts ou actions ; pour autant, c'est évidemment son objectif et il bénéficie d'une promesse de vente. Alors, le locataire perçoit non seulement les dividendes, mais il est encore intéressé à l'appréciation ou la dépréciation des droits sociaux qu'il a vocation à acquérir<sup>912</sup>. Ses intérêts sont ainsi alignés sur ceux des autres associés. S'il y a bien là une exception au principe qui veut que le droit de vote soit attribué à l'apporteur et donc au propriétaire des droits sociaux, il n'existe finalement pas de véritable remise en cause du lien entre aléa social et vote. Cette situation rappelle la problématique des cessions de droits sociaux étalées dans le temps<sup>913</sup>. Dans ces hypothèses, la jurisprudence a admis la validité de clauses, qui, en d'autres circonstances, auraient été qualifiées de léonines. Il en est de même ici : parce que la location est conçue pour faciliter le transfert de droits sociaux, elle constitue une période de transition où la répartition des droits et obligations entre propriétaire et locataire est malaisée. Dans ce contexte encore, l'attribution du droit de vote au locataire sur les décisions ordinaires ne surprend pas. Le locataire exerce un droit d'intervention dans les matières auxquelles il est directement intéressé. Le bailleur, en tant que propriétaire, conserve le pouvoir sur les décisions les plus graves. La location d'actions, et le crédit-bail, tels que réglementés par la loi du 2 août 2005 ne paraît donc pas poser de problème majeur. La question peut également être traitée sous l'angle de la légitimité de l'attribution du droit de vote au bailleur et au crédit-bailleur. Elle touche toutefois non à la dissociation entre propriété et vote mais à celle entre aléa et propriété et sera donc traitée ultérieurement<sup>914</sup>.

La location de droits sociaux et le crédit-bail sont donc légitimes en ce qu'ils visent à faciliter la transmission d'entreprises. Il faut toutefois se demander si le législateur a atteint son objectif de limitation du dispositif à cette seule finalité. En réservant la qualité de locataire aux personnes physiques et en interdisant la location des titres détenus par les sociétés de capital-risque et par certains fonds communs de placement, il empêche nombre de montages financiers que la location aurait pu permettre. Réserver ce mécanisme aux sociétés non cotées permet encore d'en limiter le recours dans des buts autres que la simple transmission. Il en va de même

---

<sup>910</sup> Art. L. 239-3 C. com.

<sup>911</sup> V. R. MORTIER et A. MORTIER, *préc.*

<sup>912</sup> Il semble en revanche inexact d'affirmer que la disparition des titres au cours du bail pèse sur le locataire. En effet, l'article 1722 dispose : « *Si, pendant la durée du bail, la chose louée est détruite en totalité par cas fortuit, le bail est résilié de plein droit* ». On en déduit qu'elle n'affecte que le bailleur. V. toutefois J. LEDAN, « Nouveau regard sur la notion d'associé », *Dr. sociétés* oct. 2010, p. 7.

<sup>913</sup> V. notamment *infra* n° 183.

<sup>914</sup> V. *infra* n° 168.



de l'interdiction de la sous-location ou du prêt de titres loués. Si le législateur évite ainsi un certain nombre d'utilisations non souhaitées, il n'en interdit néanmoins pas tout autre usage : « *La location sera ainsi par nature une convention donnant de multiples possibilités, jusqu'à celle de, concrètement, transférer le droit de vote...* »<sup>915</sup>. Reste envisageable l'acquisition de titres à peu de frais sans que le locataire ne coure de risque économique véritable et sans qu'il ait l'intention de devenir à terme un associé, et donc sans *affectio societatis*.

## b. Les cessions d'actions après la date d'enregistrement

**151. – Le système de date d'enregistrement**<sup>916</sup>. Dans les sociétés par actions, le traditionnel système du blocage des titres – qui exigeait que l'actionnaire, pour pouvoir voter, conserve ses titres pendant un certain temps avant l'assemblée et jusqu'à celle-ci<sup>917</sup> – a été remplacé en 2006 par un système de date d'enregistrement<sup>918</sup>, en prévision de l'adoption de la directive *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées*<sup>919</sup>.

Désormais, dans les sociétés non cotées, la qualité d'actionnaire est appréciée au jour de l'assemblée, mais les statuts peuvent choisir d'avancer cette date de trois jours ouvrés<sup>920</sup>. Dans les sociétés cotées, l'article R. 225-85 du Code de commerce prévoit qu'il doit être justifié du droit de participer aux assemblées par l'enregistrement comptable des titres au nom de l'actionnaire au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, dans les comptes titres au porteur ou nominatifs selon le cas. L'enregistrement comptable correspondant à la date d'exécution de l'ordre<sup>921</sup>, il est en principe antérieur de trois jours de négociation à la date d'inscription en compte, c'est-à-dire du transfert de propriété. Les propriétaires au jour de l'assemblée sont donc nécessairement enregistrés comptablement, trois jours avant celle-ci. La référence que les textes

---

<sup>915</sup> H. CAUSSE, « Propos introductifs », *La location d'actions et de parts de SARL*, préc. V. égal. D. PORACCHIA, « Vers une construction cohérente du droit des sociétés », *Dr. et patrimoine* 2005, n° 143, p. 8 ; R. MORTIER et A. MORTIER, *préc.*, spéc. n° 10.

<sup>916</sup> Pour une analyse plus complète, V. *infra* n° 479.

<sup>917</sup> Le système de blocage avait déjà été assoupli au profit d'un système d'immobilisation, pour permettre la cession des actions pendant le délai de 5 jours précédant l'assemblée en 2002 : décret n° 2002-803 du 3 mai 2002. V. Y. GUYON, « Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives aux assemblées générales d'actionnaires », *Rev. sociétés* 2002, p. 428.

<sup>918</sup> Décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. V. X. HUBERT et B. BOUMAZA, « Réforme du décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales », *Dr. sociétés* 2007, n° 3, 4 ; H. ALVES, « Les nouvelles dispositions réglementaires intéressant les SA », *RLDA* 2007, n° 12, p. 13 ; B. DONDERO, M. GALLAND, F. LEPLAT, F. MARTIN LAPRADE, J.-M. MOULIN, Chron. droit des marchés financiers, *JCP éd. E* 2007, n° 8, 1218 ; A. LIENHARD, « Toilettage du décret sur les sociétés commerciales », *D.* 2007, p. 4 ; J.-P. VALUET, « Le décret du 11 décembre 2006 sur les sociétés commerciales », *Rev. sociétés* 2007, p. 227. V. égal. Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, rapp. préc., spéc. p. 21 et s.

<sup>919</sup> Directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007, *préc.*

<sup>920</sup> Art. R. 225-86 C. com.

<sup>921</sup> Art. 570-13 RG AMF.

font à l'inscription comptable permet ainsi de conférer le droit de vote à tous ceux qui sont propriétaires des actions au jour de l'assemblée, et seulement à ceux-ci. Le délai entre la date d'enregistrement et l'assemblée a été volontairement aligné sur celui du transfert de propriété<sup>922</sup>.

**152. – Les inconvénients du système.** Pourtant, cet alignement demeure imparfait<sup>923</sup>. La règle selon laquelle l'inscription en compte intervient aux termes d'un délai de trois jours après l'exécution de l'ordre connaît en effet des exceptions. Il est certains cas où le délai de négociation est susceptible d'être plus bref<sup>924</sup>. En outre, le délai de transfert de propriété se compte en jours de négociation, tandis que celui séparant la date d'enregistrement de l'assemblée générale se calcule en jours ouvrés. Or jours ouvrés et jours de négociation ne coïncident pas nécessairement<sup>925</sup>. Des non-propriétaires, ne subissant pas l'aléa social, peuvent donc être admis à voter en assemblée. Il en va de même dans les sociétés non cotées dont les statuts ont choisi une date d'enregistrement antérieure de trois jours à l'assemblée générale.

Les inconvénients de ce système ont été soulignés : juridiquement, qu'un non-propriétaire puisse voter en assemblée surprend<sup>926</sup>. En réalité, une difficulté véritable ne naît que lorsque cette possibilité de décalage est exploitée à dessein d'acquérir un pouvoir au sein de la société sans supporter l'aléa. Remarquons néanmoins que d'autres mécanismes moins coûteux permettraient d'obtenir un résultat similaire, tel un emprunt d'actions<sup>927</sup>.

**153. – Modification de la date de règlement-livraison et date d'enregistrement.** Enfin, notons que le délai du règlement-livraison a vocation à être écourté dans les sociétés cotées. Ce fut là la volonté exprimée, à l'occasion de l'adoption des débats sur la loi de régulation bancaire et financière<sup>928</sup>, par les parlementaires français cherchant à limiter la pratique des ventes à découvert

---

<sup>922</sup> A cet égard, la réduction du délai de dénouement à 2 jours opérée par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 doit être suivie d'une modification de la date d'enregistrement. Le délai de trois jours entre cette dernière et l'assemblée générale perdrait sinon toute justification. Cette disposition ne prendra néanmoins effet « *qu'à la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen* ». Art. L. 211-17 C. mon. fin.

<sup>923</sup> V. F. BARRIERE, « La dissociation du droit de vote et de la qualité d'actionnaire, confirmation d'une révolution juridique par la voie réglementaire : les record dates », *Bull. Joly* 2007, n° 2, p. 279.

<sup>924</sup> Art. 570-5 RG AMF, art. 570-7 RG AMF et art. L. 211-17 C. mon. fin. (sur cet article v. A.-C. ROUAUD, « Le moment du transfert de propriété des titres financiers négociés sur le marché réglementé, *RTDF* 2009, n° 4, p. 110), art. 570-8 RG AMF.

<sup>925</sup> Le directeur des Affaires civiles et du Sceau du ministère de la Justice aurait cependant indiqué que « *la notion de jours ouvrés s'entend des jours travaillés pour le dépositaire central* ». V. J.-P. VALUET, « Le décret du 11 décembre 2006 sur les sociétés commerciales », *art. préc.*

<sup>926</sup> Qu'un non-propriétaire puisse voter en assemblée, et que corrélativement un propriétaire soit privé du droit de vote, surprend d'autant plus que la réforme est intervenue par voie réglementaire. V. F. BARRIERE, *art. préc.*

<sup>927</sup> V. égal. sur cette question : *infra* n° 479.

<sup>928</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de *régulation bancaire et financière*. La Commission des finances de l'Assemblée nationale avait suggéré de réduire le délai à un jour (V. Projet de loi adopté par l'Assemblée

de titres<sup>929</sup>. Celles-ci consistent en effet à vendre des titres en J sans en être propriétaire. Les titres devant être livrés en J + 3, le vendeur a le temps d'acquiescer ou, plus probablement, d'emprunter les titres vendus pendant ce délai de trois jours, afin de satisfaire à son obligation de livraison. La réduction du délai du règlement-livraison entraverait ce genre de pratiques à visée généralement spéculative. La mise en œuvre d'une telle solution a toutefois été considérée comme difficile du fait de l'absence d'uniformité des pratiques en Europe<sup>930</sup>. C'est pourquoi le délai du règlement-livraison n'a finalement pas été immédiatement réduit. L'article L. 211-17-1 a été modifié – il prévoit désormais que la date de dénouement des négociations et d'inscription en compte intervient au terme d'un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres – mais il est ajouté que cette disposition ne prend effet qu'à la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen<sup>931</sup>.

L'entrée en vigueur de cette règle se traduirait par un décalage du délai entre la date d'enregistrement et l'exercice du droit de vote par rapport au délai nécessaire à l'acquisition de la propriété des actions. Il en résulterait que celui qui se voit reconnaître le droit de vote en assemblée ne serait plus le propriétaire. Le décalage qui est aujourd'hui exceptionnellement possible deviendrait le principe. Cette réforme du délai du règlement-livraison devrait donc obligatoirement se doubler d'une révision de la date d'enregistrement, afin que les deux soient alignés. Il faut également noter que ce système de date d'enregistrement est utilisé pour l'exercice d'autres droits, notamment le paiement des dividendes<sup>932</sup>. Aussi les dispositions existantes devraient-elles, là encore, être adaptées.

---

nationale de régulation bancaire et financière, texte de la Commission des finances, n° 704 (2009-2010) déposé le 14 septembre 2010, disponible sur <http://www.senat.fr>).

<sup>929</sup> J. CHARTIER, *Rapport fait au nom de la Commission des finances, de l'Economie générale et du contrôle budgétaire sur le projet de loi de régulation bancaire et financière*, n° 2165, 25 mai 2010 : « S'il n'est ni réaliste ni opportun d'entendre proscrire systématiquement les ventes à découvert, qu'elles s'apparentent ou non à des ventes à nu, il est en revanche possible d'en décourager l'usage, au moins sur les marchés réglementés, notamment en ramenant la date normale de règlement-livraison de J+3 à J+1 ».

<sup>930</sup> Le texte a été modifié au Sénat : le délai est passé à deux jours et l'entrée en vigueur de la règle nouvelle a été différée (Projet de loi modifié par le Sénat de régulation bancaire et financière, adopté le 1<sup>er</sup> oct. 2010, disponible sur <http://www.senat.fr>). V. PH. MARINI, *Rapport n° 703 fait au nom de la Commission des finances du Sénat*, 14 septembre 2010, disponible sur <http://www.senat.fr>.

<sup>931</sup> Une proposition de réduction à deux jours du délai de règlement-livraison a été formulée au niveau européen sans être encore adoptée : Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) et modifiant la directive 98/26/CE*, 7 mars 2012, 2012/0029 (COD), disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>932</sup> Ce système résulte de la combinaison des dispositions du Règlement général de l'AMF et des règles d'Euronext. V. notamment expliquant le système de paiement de dividendes : Instruction Euronext Paris, n3-06, disponible sur <http://www.euronext.com>.

### c. Le retrait ou l'exclusion d'un associé

**154. – Absence de dissociation entre vote et aléa social.** On a vu que les solutions retenues par la jurisprudence en matière de retrait ou d'exclusion d'un associé ont parfois conduit à dissocier propriété et qualité d'associé, et en conséquence propriété et droit de vote<sup>933</sup>. Lorsque l'associé perd cette qualité avant la propriété de ses titres, la situation ne soulève pas de difficulté : il a subi l'aléa social tant qu'il a conservé sa qualité d'associé. À l'inverse, il cède parfois sa propriété avant de perdre sa qualité d'associé<sup>934</sup>. Mais la situation est peu problématique eu égard à la question qui nous préoccupe. En effet, si la solution est d'évidence bancaire, l'associé continue en principe de jouir de ses droits et obligations pécuniaires et il a été précisé que les droits sociaux doivent être évalués à la date « *la plus proche* » de la perte de la qualité d'associé<sup>935</sup>. L'associé non-proprétaire continue donc de supporter l'aléa social<sup>936</sup>, ce qui laisse entrevoir que le présupposé qui lie aléa et propriété est inexact.

### d. La spécificité du démembrement de propriété

**155. – Présentation.** La question du démembrement de propriété s'avère plus embarrassante. Les termes du débat sont bien connus. Est-il possible de priver totalement l'usufruitier ou le nu-proprétaire du droit de vote au profit de l'autre ? Qui des deux a la qualité d'associé ? Ces questions en appellent d'autres. L'usufruitier comme le nu-proprétaire peuvent-ils remplir les fonctions de dirigeant social ? Qui des deux est tenu des dettes sociales dans les sociétés à risque illimité ?

**156. – Droit de vote.** Quant au droit de vote, aujourd'hui, la solution est sûre. En droit commun des sociétés, l'article 1844 du Code civil dispose que « *si une part est grevée d'un usufruit, le*

---

<sup>933</sup> V. *supra* n° 78.

<sup>934</sup> Cela peut être le cas en matière de retrait ou d'exclusion dans les sociétés civiles. V. *supra* n° 78.

<sup>935</sup> « *En l'absence de dispositions statutaires, la valeur des droits sociaux de l'associé qui se retire doit être déterminée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits* ». Cass. com. 4 mai 2010, n° 08-20693, *Bull. civ. IV* 2010, n° 85 ; *RDI* 2010, p. 372, note H. HEUGAS-DARRASPEN ; *D.* 2010, p. 1278, note A. LIENHARD ; *Bull. Joly* 2010, p. 660, note F.-X. LUCAS ; *RTD com.* 2010, p. 571, obs. M.-H. MONSERIE-BON ; *Rev. sociétés* 2010, p. 577, note J. MOURY ; *D.* 2010, p. 2797, obs. A. RABRAU. V. égal. sur cette question, F.-X. LUCAS, « La date d'évaluation des parts d'un retrayant », *Bull. Joly* 2008, p. 78.

<sup>936</sup> V. de manière très explicite, Aix-en-Provence, 1<sup>ère</sup> ch. 1 A, 22 nov. 2011, n° 10/08861, *SCI Marina*, *Bull. Joly* 2012, p. 318, note R. MORTIER, rendu statuant sur renvoi, suite à l'arrêt de la chambre commerciale du 4 mai 2010 : « *Attendu que le retrayant qui demeure associé a vocation au partage des bénéfices et à l'exposition aux risques de pertes et qu'il doit être déduit de cette situation qu'il doit également subir les fluctuations de valeur de ses parts tant qu'elles n'ont pas été annulées, que l'état d'associé commande en effet que celui-ci soit exposé à l'aléa social qui comprend, non seulement sa participation aux bénéfices et aux pertes, mais également la plus-value de ses parts ; que ce n'est donc qu'à la date du transfert de propriété de ses parts, c'est-à-dire au jour du paiement de leur valeur, à laquelle le retrayant perd sa qualité d'associé, que la valeur de sa participation à la société peut être appréciée* ».

*droit de vote appartient au nu-propriétaire, sauf pour les décisions concernant l'affectation des bénéfices, où il est réservé à l'usufruitier* ». Pour les sociétés par actions, l'article L. 225-110 du Code de commerce énonce que « *le droit de vote attaché à l'action appartient à l'usufruitier dans les assemblées générales ordinaires et au nu-propriétaire dans les assemblées générales extraordinaires* ». Les deux articles sont supplétifs et la jurisprudence en a précisé la portée : l'usufruitier ne peut être privé de son droit de voter les décisions concernant l'affectation des bénéfices<sup>937</sup> tandis que le nu-propriétaire peut être privé de son droit de vote mais non de son droit de participer<sup>938</sup>.

**157. – Propriété.** Si la question de l'attribution du droit de vote est aujourd'hui close, celle de la détermination du propriétaire est plus hasardeuse. Il est affirmé par certains que seul le nu-propriétaire est propriétaire<sup>939</sup> sur le fondement de l'article 578 du Code civil qui édicte : « *L'usufruit est le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à la charge d'en conserver la substance* ». Cette conception qui semble avoir été celle des codificateurs de 1804 ne fait cependant pas l'unanimité. Il peut être considéré au contraire que la propriété est démembrée entre usufruitier et nu-propriétaire et que le second, pas plus que le premier, n'est un véritable propriétaire<sup>940</sup>.

Selon l'une ou l'autre conception, propriété et droit de vote pourraient être soit alignés – si l'on admet la théorie du démembrement –, soit partiellement dissociés – si l'on considère que le nu-propriétaire est le seul propriétaire. En réalité, la solution semble « *sous dépendance de considérations qui sont davantage de politique que d'analyse juridique* »<sup>941</sup> et on conçoit facilement ce que le

---

<sup>937</sup> Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *Bull. civ. IV* 2004, n° 70, p. 71, *préc.*

<sup>938</sup> Cass. com. 4 janv. 1994, n° 91-20256, *Bull. civ. IV* 1994, n° 10, p. 8, *préc.* ; Cass. com. 22 fév. 2005, n° 03-17421, *préc.*

<sup>939</sup> V. C. LARROUMET, *Les biens – Droits réels principaux*, t. II, Economica, 4<sup>ième</sup> éd., n° 442 et 443 ; F. ZENATI et T. REVET, *Les biens*, 3<sup>ème</sup> éd., PUF, 2008, n° 340. V. égal. F. DANOS, *Propriété, possession et opposabilité*, Economica 2007, préf. L. Aynès, n° 27 et s. ; P. CROCQ, *Propriété et garantie*, LGDJ, Bibl. dr. privé, préf. M. Gobert, 1995, n° 98 ; G. BLANLUET, *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français*, préf. P. Catala et M. Cozian, LGDJ, 1999, n° II.1

<sup>940</sup> V. J. CARBONNIER, *Droit civil – Les biens*, t. 3, 19<sup>ème</sup> éd., PUF, 2000 n° 104 : « (...) Le nu-propriétaire apparaît moins qu'autrefois comme un propriétaire virtuel, et l'usufruitier davantage comme le propriétaire « utile ». Tout à l'opposé, cependant, une analyse réductrice pourrait traiter l'usufruit comme un simple droit aux fruits (futurs), sans droit sur la chose (...) ». V. égal. sur la conception romaine du droit de propriété et de l'usufruit : F. DANOS, *ouvr. préc.*, n° 29 ; CH. LARROUMET, *Droit civil – Les biens*, T. II, 5<sup>ème</sup> éd., Economica, 2006, n° 454 : « L'usufruit enlève au propriétaire non seulement ses prérogatives sur la chose elle-même, mais aussi sur l'essentiel de ses prérogatives sur son droit de propriété, lequel devient une nue-propriété. Le droit du propriétaire change de nature et la propriété se transforme en nue-propriété. (...) Parce que l'usufruit diminue la propriété sur une chose et qu'il la transforme en nue-propriété, il paralyse la propriété, il la détruit provisoirement ». Rapp. P. KOURALEVA, « L'usufruit, démembrement du droit de propriété ? », *Petites affiches* 19 juin 2002, n° 122, p. 6.

<sup>941</sup> H. HOVASSE et R. MORTIER, « L'usufruit de droits sociaux », *Actes pratiques et ingénierie sociétariaire* mai-juin 2009, p. 5.

critère de la propriété peut avoir de formel. Plutôt que de considérer un critère formel dont le contenu même est incertain, ne faudrait-il pas se fier à un critère matériel, celui de l'aléa social<sup>942</sup> ?

## **B- Rupture du lien entre propriété et aléa**

**158.** – Dans les situations qui viennent d'être décrites, le votant ne peut être considéré comme propriétaire, et ne devrait pas en conséquence subir l'aléa social, ce qui restera néanmoins à examiner. La qualité d'associé est quant à elle incertaine. Dans d'autres cas, le votant est un propriétaire aux yeux de la loi et il se voit conférer la qualité d'associé et les droits qui y sont attachés. Pour autant, un examen plus approfondi de leur situation montre qu'un autre supporte l'aléa social. On peut distinguer là deux hypothèses : d'une part l'actionnariat indirect (1) – dans lequel un investisseur, supportant seul l'aléa social, exerce ses droits par le truchement d'un intermédiaire – et d'autre part la propriété temporaire (2).

### **1. L'actionnariat indirect**

**159.** – L'actionnaire indirect n'a de droit sur les titres détenus que par l'intermédiaire d'un tiers dont le statut varie. Lorsque ce dernier est propriétaire, il est seul reconnu comme associé et bénéficie en conséquence des prérogatives sociales. Pourtant, les gains et les pertes n'affectent pas sa situation : ceux-ci sont répercutés sur l'actionnaire indirect qui seul supporte l'aléa social. Nous envisagerons successivement le cas des sociétés d'investissement (a) puis la situation des actionnaires non résidents (b). Ces pratiques concernent essentiellement les sociétés cotées<sup>943</sup>. Dans des hypothèses proches, l'actionnaire demeure propriétaire et l'intermédiaire agit dans le cadre d'un mandat. On ne peut plus parler alors de dissociation entre propriété et aléa. Ces hypothèses seront envisagées postérieurement<sup>944</sup>.

#### **a. Les sociétés d'investissement**

**160. – Présentation.** Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) ont pour objet la gestion d'un portefeuille d'actifs financiers<sup>945</sup>. Ceux sont les représentants de la société d'investissement qui votent pour le compte de celle-ci dans les sociétés dont elle détient des droits sociaux. Plus souvent, ceux-ci délèguent la gestion financière à une société de gestion qui exercera elle-même le droit de vote pour le compte

---

<sup>942</sup> Sur l'application du critère, V. *infra* n° 424 et s.

<sup>943</sup> On n'évoquera pas ici les conventions de croupier, qui ont été étudiées antérieurement. V. *supra* n° 210 et s.

<sup>944</sup> V. sur les fonds communs de placement et l'activité des sociétés de gestion, *infra* n° 266 et s.

<sup>945</sup> Art. L. 214-15 C. mon. fin. pour les SICAV et art. L. 214-147 C. mon. fin. pour les SICAF.

de la société, cette délégation étant obligatoire dans les SICAF<sup>946</sup>. Il n'y a donc pas, semble-t-il, de dissociation entre aléa et vote : la société, en tant que propriétaire des droits sociaux, subit le risque social et le droit de vote est exercé pour son compte.

Ce constat relève toutefois d'une analyse strictement juridique et la réalité économique est différente. En effet, ces sociétés ne sont qu'un mode d'organisation de la gestion collective d'un portefeuille<sup>947</sup>. Les actionnaires adhèrent à cet organisme de placement collectif seulement parce que leurs investissements s'en trouvent facilités : l'acquisition d'une participation dans la société d'investissement n'est qu'un moyen et non une fin. Il s'agit de se constituer ainsi un portefeuille diversifié et géré par des professionnels. La forme sociétaire n'est qu'instrumentale<sup>948</sup> ; la société est une structure intermédiaire revêtant de ce fait une certaine transparence. À cet égard, il est difficile de considérer que la société d'investissement, qu'elle soit à capital fixe ou variable, ait un intérêt et une volonté propres<sup>949</sup>. Et l'on peut affirmer que ce sont en réalité les porteurs qui supportent l'aléa social découlant des droits sociaux dans lesquels il est investi. La réglementation de ces formes sociales présente d'ailleurs des particularités qui résultent à la fois de la spécificité de leur objet et de leur transparence. Ainsi, parce que ces sociétés ne sont qu'un moyen d'investissement et que les affaires sociales sont confiées à des gestionnaires, professionnels de l'investissement, les enjeux de pouvoir en leur sein sont faibles<sup>950</sup>. Le législateur a pris en compte ce donné en supprimant les quorums dans les assemblées<sup>951</sup> et en privant ces dernières de

---

<sup>946</sup> Art. L. 214-140 C. mon. fin.

<sup>947</sup> V. parlant de « comptoir d'administration » au sujet de sociétés de placement, E. GAILLARD, *La société anonyme de demain, ouvr. préc.*, p. 60. V. égal. J.-P. SENN, *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, Préf. M. Roblot, LGDJ, 1958, n° 3

<sup>948</sup> S'interrogeant sur la nature véritable de la SICAV, V. A. DRAIN, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières*, th. Paris 1, 2006, n° 53 et s. Rapp. des holdings : F. CASTRES SAINT MARTIN-DRUMMOND, *th. préc.*, n° 397 et s. et n° 517 et s.

<sup>949</sup> V. les critères utilisés par les juges aux fins de consécration de la personnalité morale de groupements qui n'en ont pas été explicitement dotés par le législateur : Cass. req. 23 févr. 1891, *DP* 1891, 1, p. 337 ; *S.* 1892, 1, p. 73, note E. MEYNIAL ; H. CAPITANT, F. TERRE et Y. LEQUETTE, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, Dalloz, 12<sup>ème</sup> éd., 2007, n° 15-16 (sur les sociétés civiles) ; Cass. 2<sup>ème</sup> civ. 28 janv. 1954, n° 54-07081, *Bull. civ. II* 1954, n° 32, p. 20 ; *D.* 1954, p. 217, note G. LEVASSEUR ; *JCP éd. G* 1954, II, 7978, concl. LEMOINE ; H. CAPITANT, F. TERRE et Y. LEQUETTE, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, Dalloz, 12<sup>ème</sup> éd., 2007, n° 15-16 (sur les comités d'établissement) ; Cass. soc. 23 janv. 1990, n° 86-14947, *Bull. civ. V* 1990, n° 20, p. 13 ; *Rev. sociétés* 1990, p. 444, note R. VATINET ; *RTD com.* 1990, p. 433, note E. ALFANDARI et M. JEANTIN ; *JCP éd. E* 1990, n° 16-17, II, 15755 et *JCP éd. G* 1990, n° 26, II, 21529, note M. NEVOT (comités de groupe). V. égal. Cass. 1<sup>ère</sup> civ. 18 janv. 2005, n° 01-17059, *Bull. civ. I* 2005, n° 28, p. 21 (Compagnie des commissaires priseurs de Paris).

<sup>950</sup> V. CL. WITZ, *La fiducie en droit privé français*, Préf. D. Schmidt, *Economica*, 1981, n° 130. V. égal. L. DALLEVES, « Rapport sur les groupements sans personnalité juridique en droit commercial suisse » in *Travaux de l'association Henri Capitant, Les groupements et organismes sans personnalité juridique*, 1969, t. XXI, Dalloz, 1974, p. 153, spéc. p. 156.

<sup>951</sup> Art. L. 214-7-2 3° et art. L. 214-154 C. mon. fin. Aucun quorum n'est requis dans les assemblées ordinaires et dans les assemblées extraordinaires sur deuxième convocation. V. I. RIASSETTO et M. STORCK, *OPCVM, art. préc.*, n° 293 et s. V. égal. R. ROBLOT par M. GERMAIN et C. PENICHON, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières*, ANSA, 2003.

certaines des attributions qui leur reviennent traditionnellement<sup>952</sup>, tout en assurant aux actionnaires de recevoir le revenu de leur placement<sup>953</sup>. La protection des actionnaires n'est donc plus ici assurée par l'attribution d'un droit de contrôle mais par la réglementation de l'activité des gestionnaires de leurs fonds<sup>954</sup> et ainsi la situation des actionnaires d'une SICAV n'est guère différente de celle des porteurs de parts de FCP. De même, les actionnaires n'ont pas de droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital<sup>955</sup>.

**161. – Sociétés d'investissement et vote.** Avant d'être des représentants de la société, les dirigeants sont donc des gestionnaires de fonds. Lorsqu'ils exercent les droits attachés aux titres d'une société, ils ne le font en réalité que pour le compte des actionnaires de la société d'investissement. De la même manière, si la gestion est externalisée, la société de gestion vote pour le compte des actionnaires de la société d'investissement. On perçoit alors que la problématique est similaire à celle des fonds communs de placement, qui sont pour leur part des copropriétés d'instruments financiers, sans personnalité morale. Comment assurer alors que les gestionnaires de fonds votent en considération des intérêts des actionnaires et non de leurs intérêts propres ? La question se pose notamment lorsque la société d'investissement ou la société de gestion est une société appartenant à un groupe multi-métiers. Nous verrons que le législateur s'est efforcé d'encadrer l'activité de ces sociétés. Lorsque la gestion est externalisée, les règles d'organisation et de bonne conduite des sociétés de gestion et les obligations d'information auxquelles elles sont soumises permettent de pallier la dissociation de l'aléa et du droit de vote. Lorsque les sociétés d'investissement sont autogérées, le régime des sociétés de gestion leur est alors applicable<sup>956</sup>. Cette question sera détaillée ultérieurement<sup>957</sup>.

---

<sup>952</sup> L'assemblée est par exemple privée du droit de désigner les commissaires aux comptes qui revient au gérant, au conseil d'administration ou au directoire après accord de l'AMF (art. L. 214-8-6 C. mon. fin. dans les SICAV, art. L. 214-154 6° dans les SICAF). La distribution des bénéfices est encore largement régie par la loi (Art. L. 214-7-2 7° C. mon. fin. et art. L. 214-148 dans les SICAF). V. A. DRAIN, *th. préc.*, n° 197.

<sup>953</sup> Les actionnaires des SICAV ont un droit à percevoir leur revenu de leur placement. Art. L. 214-7-2 7° C. mon. fin.

<sup>954</sup> A. DRAIN, *th. préc.*, n° 13 et n° 115 et s. ; Y. GUYON, « L'actionnariat indirect – Le cas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 551.

<sup>955</sup> Art. L. 214-7-2 9° C. mon. fin. dans les SICAV et L. 214-152 dérogeant à l'article L. 225-132 du C. com. dans les SICAF.

<sup>956</sup> Art. 411-2 RG AMF.

<sup>957</sup> V. *infra* n° 266.



## b. Les actionnaires non résidents

**162. – Présentation**<sup>958</sup>. Dans les sociétés par actions cotées<sup>959</sup>, un actionnaire étranger peut acquérir la propriété d'actions de sociétés françaises et être directement inscrit en compte, comme un actionnaire national. Ce n'est toutefois pas la situation la plus courante. Souvent, la détention sera intermédiée. Le non-résident a le choix d'acquérir directement des actions – la détention est alors intermédiée s'il n'est pas directement inscrit en compte – ou d'acquérir des certificats représentatifs ou *depository receipts*. Dans tous les cas, afin de déterminer qui est actionnaire, il faut rechercher le propriétaire des actions au regard du droit français, puisque c'est la *lex societatis*<sup>960</sup>, c'est-à-dire la loi du siège réel<sup>961</sup>, qui s'applique.

**163. – Acquisition directe d'actions.** Dans le premier cas, l'investisseur acquiert généralement les actions par le biais d'un intermédiaire financier qui se fait inscrire en compte en France et inscrit l'opération dans ses propres comptes au nom de l'investisseur. Le Code de commerce l'admet aujourd'hui, en prévoyant expressément une exception au principe selon lequel les actions sont inscrites en compte au nom du propriétaire<sup>962</sup>. Une telle situation pourrait sembler simple : l'intermédiaire ne serait qu'un mandataire tandis que le propriétaire serait l'investisseur et subirait l'aléa social. Pourtant, l'étude de ces situations montre que le schéma est plus complexe.

Fréquemment, l'intermédiaire n'est pas inscrit directement pour le propriétaire réel du titre, mais pour un autre intermédiaire<sup>963</sup>, dont la nature et le rôle peuvent varier. La qualification des

---

<sup>958</sup> V. égal. sur la question de l'exercice du droit de vote par les actionnaires étrangers, *infra* n° 272 et s.

<sup>959</sup> Cette question est propre aux sociétés par actions dont les titres sont admis sur un marché réglementé, où l'actionnariat étranger est très développé, encore que la présence de chaînes d'intermédiaires puisse également affecter les sociétés anonymes non cotées. V. F. BARRIERE, « L'intermédiation d'actions », *art. préc.*

<sup>960</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 oct. 1972, *Soc. Royal Dutch*, *Bull. civ.* I, n° 204, p. 177 ; *Rev. sociétés* 1974, p. 127, note J.-L. BISMUTH ; *Rev. crit. dr. int. privé* 1973, p. 520, note H. BATIFFOL. V. H. SYNDET, « Société », *Rép. Dalloz intern.*, août 2004, mise à jour fév. 2010, spéc. n° 100 ; M. MENJUCQ, *Droit international et européen des sociétés*, 3<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011, spéc. n° 107.

<sup>961</sup> Art. 1837 C. civ. ; art. L. 210-3 C. com.

<sup>962</sup> Art. L. 228-1 C. com.

<sup>963</sup> Pour une description de la chaîne des intermédiaires : V. les travaux préparatoires de la Convention de la Haye disponible sur le site <http://www.hcch.net> et notamment : CH. BERNASCONI, Premier secrétaire du bureau permanent de la conférence de la Haye, *La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention directe*, nov. 2000. V. égal. AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, 15 sept. 2005, Annexe 4, § 4 ; Groupe de travail présidé par J. WINTER et constitué par le ministère de la justice néerlandais, *Cross-Border Voting in Europe*, août 2002, rapport disponible sur le site : <http://www.wodc.nl> ; F. FORGUES, « L'actionnaire indirect », th. Paris 1, 2002. V. égal. H. DE VAUPLANE, « De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ? », in *Annexes au rapport du CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, préc., Annexe VIII.7, p. 147 : « De manière assez théorique, il est possible de résumer les différents modes de détention d'une valeur mobilière de la manière suivante. L'accès peut se réaliser :  
- par le biais d'un intermédiaire local adhérent chez le dépositaire central ;  
- par un conservateur international ayant lui-même accès à un sous-conservateur ;

relations entre les différents maillons de la chaîne est souvent incertaine. C'est un contrat de droit étranger qui est passé – l'intermédiaire peut généralement être qualifié de *trustee* ou de *nominee*<sup>964</sup> – et trouver une qualification française équivalente n'est pas une tâche évidente<sup>965</sup>. Ainsi, les qualifications de mandat, contrat de commission, gestion sous mandat, prête-nom, et aujourd'hui de fiducie, ont été discutées<sup>966</sup>. L'intermédiation d'actions ne peut en réalité pas être réduite à une qualification unique<sup>967</sup>, de sorte que la qualité de propriétaire peut être conférée selon les cas à l'investisseur final ou à un intermédiaire, en vertu de systèmes de propriété de droit étranger difficilement transposables en droit français. Pourtant, seul l'investisseur final supporte effectivement l'aléa social. Dans un droit qui attache la qualité d'actionnaire et les droits en découlant à la propriété des titres, la détermination du propriétaire est pourtant primordiale.

L'exemple du droit américain illustre bien cette difficulté. Dans ce système, ceux inscrits dans les comptes d'un intermédiaire américain sont considérés comme titulaires non pas des actions mais de « *securities entitlements* »<sup>968</sup>, qui correspondent à l'ensemble d'un droit réel sur les titres détenus par l'intermédiaire – droit *sui generis* se rapprochant d'un droit de copropriété<sup>969</sup> – et de droits personnels contre celui-ci<sup>970</sup>. L'investisseur est qualifié de « *beneficial owner* », ce que l'on pourrait traduire par propriétaire économique, tandis que l'intermédiaire est le « *legal owner* » ou

- 
- par un dépositaire international ayant lui-même accès à un sous-conservateur ;
  - direct entre dépositaires centraux ;
  - direct du titulaire du titre au dépositaire central ;
  - direct d'un dépositaire international auprès d'un dépositaire central ».

<sup>964</sup> V. A. COURET, « ADR, EDR, nominees, trustees, partnerships, global custodians, etc. », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire, préc.*, p. 555 ; « Actionnaires non résidents et détention de titres sur des places étrangères : la question de l'identification de l'actionnaire réel », *Dr. et patrimoine* 2000, n° 82, p. 103 ; ANSA, Rapport du groupe de travail présidé par P. BISSARA, *L'identification des actionnaires des sociétés cotées*, janvier 1997, p. 36 et s. V. égal. avant la réforme, J.-P. VALUET, et Z. SEKFALI, « La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au trustee et au nominee », *Rev. dr. bancaire* 1993, n° 38, p. 147.

<sup>965</sup> V. Sur la notion de propriété dans les droits de Common law, CH. ATIAS, « La distinction du patrimonial et de l'extra-patrimonial et l'analyse économique du droit », *RJJ* 1987, p. 477.

<sup>966</sup> CH. ARSOUZE et P. LEDOUX, *préc.* ; F. BARRIERE, *préc.* ; M. STORCK, *préc.* ; Quant à l'exercice du droit de vote, le droit français semble cependant tenir l'intermédiaire inscrit pour un mandataire. V. art. L. 228-3-2 et L. 225-106, R. 228-6 C. com.

<sup>967</sup> F. BARRIERE, *art. préc.* : « (...) L'intermédiaire d'actions n'est, en réalité, pas réductible à une seule de ces catégories, il peut recourir des facettes de certaines d'entre elles, voire même dans certaines hypothèses, s'y fondre parfaitement, mais ce ne sera pas forcément le cas. » ; « La flexibilité indispensable de cette notion empêche de lui attribuer une qualification juridique plus précise ».

<sup>968</sup> Uniform Commercial Code, art. 8. Pour un commentaire de l'article, V. American Law Institute, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, *Uniform commercial code : official text and comments*, Thomson/ West, 2011 Edition. V. égal. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 90-1 ; F. DRUMMOND, « Les titres intermédiés – Regard sur un nouveau concept du droit financier », in *Études de droit privé – Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, p. 147 ; Commission européenne, *Loi américaine : réponses de la Federal reserve bank of New York au questionnaire du Groupe Sécurité juridique*, MARKT/G2/D(2005), mars 2006 ; M. KAHAN et E. ROCK, *art. préc.* Il est à noter que ce système a été adopté dans d'autres pays tel le Canada.

<sup>969</sup> Uniform Commercial Code, § 8-503.

<sup>970</sup> V. American Law Institute, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, *Uniform Commercial Code – Official texts and comments, préc.*, « Prefatory note » to art. 8 ; comment on § 8-503.

propriétaire juridique<sup>971</sup>. À quel type de propriété se fier alors<sup>972</sup> ? Le bon sens pourrait dicter de tenir pour propriétaire au sens du droit français le propriétaire économique, d'autant que ce dernier, s'il n'est pas considéré comme propriétaire légal, a un droit réel sur les actions. Mais le droit français ne se fie habituellement qu'à la propriété juridique<sup>973</sup>. L'actionnaire demeure donc mal déterminé<sup>974</sup>. Il faut ajouter que cette chaîne de détention peut s'allonger sans que la qualité des intermédiaires soit mieux déterminée. En outre, le dernier inscrit en compte peut ne pas être l'investisseur final mais un tiers agissant pour son compte, tel un *trustee*, un *nominee* ou un mandataire.

D'autres systèmes, à l'image du système américain, refusent de reconnaître un droit de propriété sur les actions à l'investisseur final, sans toutefois que la construction juridique de la chaîne de détention ne soit la même<sup>975</sup>. Ainsi en est-il au Royaume-Uni où les intermédiaires sont qualifiés de *trustees*<sup>976</sup>, le *trustee* étant l'unique propriétaire aux yeux des tiers<sup>977</sup>. Une application stricte du critère français devrait donc aboutir à reconnaître la qualité d'actionnaire au premier intermédiaire britannique inscrit, qui pourtant ne supporte pas l'aléa social. Et quel sens y aurait-il

---

<sup>971</sup> Parlement européen, *Cross-border issues of securities law: European efforts to support securities markets with a coherent legal framework*, 2011, p. 16.

<sup>972</sup> Il faut noter que les droits de l'investisseur final sont déterminés par la loi américaine dès lors qu'il est inscrit en compte chez un intermédiaire américain, peu importe que les actions sous-jacentes soient des actions émises par une société étrangère (art. § 8-110 UCC).

<sup>973</sup> V. néanmoins un cas où il est considéré que les titres inscrits au nom d'un intermédiaire, qualifié de commissionnaire par le jugement, dans un OPCVM immatriculé aux Iles vierges sont la propriété de « l'investisseur final » français qui avait donné l'ordre d'achat à sa banque. La question était toutefois étrangère à l'exercice des droits attachés aux actions et à la qualification d'actionnaire et ne concernait que les relations entre l'intermédiaire et son client. La question indirectement posée était de savoir qui supportait la perte des actions d'un OPCVM dont les fonds avaient été investis dans le fonds Madoff. TC Paris 9<sup>ème</sup> ch. 9 sept. 2011

<sup>974</sup> V. sur ce problème, L. THEVENOZ, « Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law », 13 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 2008, p. 284. On remarquera encore que la question n'est guère plus claire aux États-Unis. La reconnaissance de la qualité d'actionnaire dépend en effet du Droit des États fédérés. Ainsi, souvent, la qualité d'actionnaire est reconnue à l'intermédiaire – intermédiaire qui est toutefois souvent contraint par la loi (ou par le contrat) à donner procuration à son client. Mais certains Droits permettent à la société de reconnaître comme actionnaire l'investisseur final. V. *supra* n° 286.

<sup>975</sup> Sur les différents systèmes de détention, V. Parlement européen, *rapp. préc.* ; L. THEVENOZ, « Who holds (intermediated) securities ? Shareholders, account holders, and nominees », *Uniform Law Review* 2010, p. 845, spéc. p. 846 et s. ; CH. BERNASCONI, Premier secrétaire du bureau permanent de la conférence de la Haye, *La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention directe*, nov. 2000, disponible sur le site <http://www.hcch.net> ; H. SYNVEIT et A. TENENBAUM, « Instruments financiers », *Rép. Dalloz dr. international*, janv. 2009, n° 99.

<sup>976</sup> V. J. BENJAMIN, *Interests in securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000 ; Parlement européen, *rapp. préc.* ; E. MICHELER, *The English Model Compared with the German Model*, 13 fév. 2006, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/certainty\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_fr.htm).

<sup>977</sup> J. BENJAMIN, *ouvr. préc.*, n° 2.38 et 2.39 : « In the normal course, as far as third parties are concerned, the trustee as legal owner is the true owner of the securities. (...) The general rule is that third parties can deal with the trustee as if it were full legal and beneficial owner. However, as between the trustee and the beneficiary, the trustee is obliged to hold the benefit of the trust assets for the beneficiary. This means that it must account to the client for the income and proceeds of sale, and can only exercise voting and other rights and otherwise deal with the securities in accordance with the client's instructions ». V. égal. M.-F. PAPANDREOU-DETERVILLE, *Le droit anglais des biens*, Avant-propos Cl. Witz, Préf. G. Samuel, LGDJ, 2004, n° 777 et s. ; P.-F. CUIF, *Le contrat de gestion*, Préf. L. Aynès, Economica, 2004, spéc. n° 59.

à traiter les investisseurs finaux différemment selon leur pays d'origine, alors que leur situation économique est semblable ? Là encore, les difficultés soulignées mettent en évidence le manque de pertinence du critère de la propriété.

**164. – Acquisition de certificats représentatifs – Présentation.** Une seconde manière d'investir dans une société étrangère consiste, non pas à acquérir des actions sur le marché étranger, mais des *depository receipts* sur son marché national – terme pouvant être traduit par certificat représentatif d'actions<sup>978</sup>.

L'exemple américain est instructif. Les *american depository receipts*<sup>979</sup> sont des titres négociables émis par un établissement financier américain (nommé *depository*) et représentatifs d'une fraction ou d'un nombre d'actions d'une société étrangère, que l'établissement financier américain acquiert<sup>980</sup>. Généralement, le *depository* fait appel à un autre établissement financier – appelé *custodian* (et pouvant être traduit par dépositaire) –, souvent une société du même groupe, chargé de conserver les actions acquises<sup>981</sup>. Ce dernier sera alors inscrit pour le compte du *depository*. Le *depository* émet des certificats négociables sur les marchés américains – les ADR –, dont la détention s'inscrit dans le système précité, lequel confère à la personne inscrite en compte des droits personnels contre l'intermédiaire et un droit réel *sui generis* sur l'ADR. Quant aux prérogatives du porteur d'ADR, la seule qui lui soit reconnue par la loi est la possibilité de « retirer » les titres sous-jacents à sa demande contre remise des ADR au *depository*<sup>982</sup>. Les autres droits du détenteur sont définis par le contrat d'émission<sup>983</sup>, liant le *depository* et les porteurs par

---

<sup>978</sup> Les règles de marché d'Euronext définissent le certificat représentatif d'actions comme un « titre incorporant la titularité de droits spécifiques attachés à un titre Sous-jacent, émis par une entité autre que l'émetteur du titre sous-jacent ». (Règles de marché d'Euronext, 13 mai 2011, p. 7, disponible sur : <http://europeanequities.nyx.com/fr/regulation/market-rules>).

<sup>979</sup> V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 109 et s. ; A. COUSIN et J. ALBERT, « Emissions et reventes de valeurs mobilières à destination des États-Unis : le droit américain et les placements privés », *Rev. dr. banc. fin.* mai/juin 2001, p. 202 ; P. DAGUET et J.-M. PLANCHE, Les émissions d'actions et d'obligations, *Economica*, 1994, p. 191 ; L. FAUGEROLAS et E. BOURSICAN, « Les programmes ADR "non sponsorisés" par un émetteur français », *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 399 ; T. L. HAZEN, *Treatise on the law of securities regulation*, 6<sup>th</sup> ed., West, 2009, § 9.2[3] et §17.4 [2] ; C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison européens*, Banque éditeur, 2000, p. 106 ; L. D. NEUMANN, « ADR programs and U.S. legal risk », *RTDF* 2009, n° 3, p. 10 ; M. SAUNDERS, « American Depository Receipts ; An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies », *Fordham International Law Journal*, Vol. 17, Issue 1, 1993, art. 2 ; S. E. SQUILLACE, « La porte d'accès du marché américain pour les parts sociales des sociétés françaises : ADRs », *Les Petites aff.* 13 août 993, n° 97. V. égal. sur les ancêtres des ADR, émis par des « sociétés de placement » étrangères qui achetaient des actions d'une société et émettaient des certificats représentatifs donnant au porteur les droits financiers du titre mais non le droit de vote : E. GAILLARD, *La société anonyme de demain, ouvr. préc.*, p. 60 et 61.

<sup>980</sup> 17, CFR, § 239.36.

<sup>981</sup> V. notamment M. SAUNDERS, *art. préc.*

<sup>982</sup> 17, CFR, § 239.36.

<sup>983</sup> Les contrats passés entre le *depository* et l'émetteur étranger (*deposit agreement*) ainsi que les contrats d'émission sont disponibles sur la base de données en ligne de la SEC (<http://www.sec.gov/>).

adhésion ainsi que la société étrangère dans certains cas<sup>984</sup>. Il s'agit de droits personnels contre le *depository* : ce dernier devra souvent, mais non systématiquement, le consulter pour l'exercice du droit de vote et lui reverser les sommes éventuellement perçues dans l'exercice des droits pécuniaires<sup>985</sup>.

Dans un tel schéma, qui est l'actionnaire, c'est-à-dire le propriétaire des actions selon le droit français<sup>986</sup> ? Quelle est la nature exacte du *depository* ? Contrairement à ce que son nom semble indiquer, la qualification de dépositaire doit être écartée : il n'est pas chargé de la conservation des actions mais est tenu d'en détenir et de les céder aux porteurs d'ADR sur leur demande<sup>987</sup>, aux termes du contrat d'émission. Elle convient mieux au *custodian* dont la mission est de conserver les actions acquises pour le compte du *depository*. La qualification du *depository* n'est pas évidente, d'autant qu'il n'est jamais précisé explicitement qu'il a acquis la propriété des actions. Dans les contrats, la notion de propriété n'est pas utilisée mais il est généralement fait référence à l'inscription du *depository* sur les registres utiles dans le droit régissant la société émettrice des actions. Or on ne peut exclure que l'inscription soit faite au nom d'un intermédiaire et non du propriétaire : le droit français l'autorise expressément. Tout laisse à penser cependant que le *depository* acquiert la propriété des actions. La qualité de propriétaire du *depository* apparaît en effet comme un présupposé dans les contrats d'émission, qui s'attachent à organiser la répartition des sommes et la transmission des informations reçues, laissant parfois même cette répartition à la discrétion du *depository*<sup>988</sup>. Dans ce cadre, la qualification de *trustee* du *depository* pourrait être avancée<sup>989</sup>. Quant au propriétaire d'ADR, ou plus précisément le *beneficial owner* des

---

<sup>984</sup> Certains programmes sont sponsorisés, c'est-à-dire lancés à l'initiative de la société française qui est alors partie au contrat. Mais il existe également des programmes d'émission d'ADR non sponsorisés, lancés par un établissement financier américain et auxquels la société française reste étrangère. (V. notamment K. AIT EL HADJ, « American depository receipts : of unsponsored programs and deregulation : the gilded age of depositories has come », *RTDF* 2008, n° 4, p. 70 ; A. MARECHAL, « L'inquiétant développement des ADR non sponsorisés », *RLDA* janv. 2007, n° 12, p. 70). Ces programmes peuvent s'avérer problématiques en ce qu'il n'est pas exclu qu'ils puissent engendrer des effets juridiques pour la société française, notamment du point de vue du droit et de la juridiction compétente en cas de litige. (Compar. United States District Court, Southern District of New York, Vivendi Universal SA, 22 février 2010, *Banque et droit* 2011, n° 136, p. 48, note H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *Banque et droit* 2011, n° 136, p. 28, note G. AFFAKI et J. STOUFFLET ; *JCP éd. E* 2011, 1476, note J.-L. NAVARRO et K. AKHZAM dans lequel le juge américain retient sa compétence à l'égard des porteurs d'ADR. V. égal. M. AUDIT et A.-L. NIBOYET, note sous TGI Nanterre, ord. réf., 27 août 2009 et Paris, 28 avril 2010, *Gazette du Palais* 29 mai 2010, p. 11).

<sup>985</sup> La consultation des porteurs n'est souvent pas garantie dans le cadre d'un programme d'ADR non sponsorisé. V. par ex. la notice publiée par la Bank of New York Mellon pour l'émission d'ADR non sponsorisée portant sur les titres de la société française Accor SA, 14 oct. 2008, disponible sur <http://www.sec.gov/>.

<sup>986</sup> V. égal. sur cette question F. BARRIERE, *La réception du trust au travers de la fiducie*, Préf. M. Grimaldi, Litec, 2004, n° 188 et s.

<sup>987</sup> 17, CFR, § 239.36.

<sup>988</sup> V. par ex. notice précitée.

<sup>989</sup> La qualification de *trustee* semble plus adaptée que celle de *nominee*, puisque ce dernier est un simple prête-nom du propriétaire économique. Les attributions du *trustee* sont plus riches puisqu'il sera chargé de la gestion des biens faisant l'objet du *trust*. Cela semble mieux correspondre au schéma de l'émission d'ADR. Toutefois, il

ADR, il serait le *beneficial owner* des actions sous-jacentes. Il ne pourrait bénéficier des droits qui y sont attachés que par l'intermédiaire du *depository* contre lequel il détient un droit personnel. Une question se pose encore : quel est le type de propriété à considérer pour la détermination de la qualité d'actionnaire ? La réponse semble plus simple ici puisque non seulement la loi française ne s'intéresse qu'aux propriétaires juridiques mais encore le titulaire d'ADR n'a aucun droit réel sur les actions sous-jacentes. On serait alors tenté de considérer que seul le *depository* peut être qualifié de propriétaire selon la loi française et en conséquence d'actionnaire<sup>990</sup>.

**165. – Acquisition de certificats représentatifs – Difficultés.** Un tel montage n'est pas exempt de difficulté.

En premier lieu, le danger relatif à l'éventuelle qualification de l'opération de pacte léonin devrait être écarté car l'économie de l'opération est très proche d'une convention de portage<sup>991</sup>. Les solutions retenues par la Cour de cassation en cette matière<sup>992</sup> devraient être transposables ici, ce qui amènerait à conclure à l'absence de caractère léonin de l'opération. Mais lorsque la convention ne prévoit pas la consultation des porteurs pour l'exercice du droit de vote, le *depository* n'est plus un acteur neutre, ce qui pourrait faire douter du bien-fondé de l'analogie. La relative souplesse de la jurisprudence sur la question des clauses léonines, l'attitude pragmatique des juges et leur prise en compte des impératifs de la vie des affaires laissent toutefois à penser que la prohibition pourrait être écartée par les juges qui viendraient à être saisis de cette question.

En deuxième lieu, la licéité de la consultation des porteurs d'ADR par le *depository* pour l'exercice du droit de vote pourrait être sujette à discussion, au vu des solutions relatives à la validité des conventions de vote<sup>993</sup>. Cette consultation est sans aucun doute conforme à l'intérêt social lorsqu'elle permet de réattribuer le droit de vote à l'investisseur véritable, seul intéressé. Il

---

faut évidemment tenir compte des contrats d'émissions dont le contenu peut varier puisque leur réglementation est très peu fournie. La qualification ne change néanmoins pas les termes du débat sur la qualification d'associé et la titularité du droit de vote puisque le *trustee* comme le *nominee* sont qualifiés de *legal owner* par le droit américain. (Sur la question de la qualification du *nominee*, et analysant souvent cet acteur comme à mi-chemin entre un mandataire et un prête-nom, V. A. COURET, « Qu'est-ce qu'un actionnaire ? – ADR, EDR, *nominees*, *trustees*, *partnerships*, *global custodians*, etc. », *Rev. sociétés* 1999, p. 555 ; PH. BISSARA (Groupe de travail présidé par), *L'identification des actionnaires des sociétés cotées*, éd. ANSA, 1997, spéc. p. 38 ; H. SYNVEY et A. TENENBAUM, « Instruments financiers », *art. préc.*, spéc. n° 108. La qualification de mandataire semble toutefois moins adaptée puisque le *nominee* a la propriété juridique des titres. La qualification de commissionnaire pourrait également être avancée à côté de celle de prête-nom car le contrat de *nominee* ne suppose pas toujours une volonté de dissimulation du propriétaire réel, ce qui est le propre de la convention de prête-nom. V. F. LEDUC, « Réflexions sur la convention de prête-nom », *RTD civ.* 1999, p. 283).

<sup>990</sup> En ce sens, F. DRUMMOND et T. BONNEAU, *ouvr. préc.*, n° 109.

<sup>991</sup> V. sur ces questions : F. DRUMMOND et T. BONNEAU, *ouvr. préc.*, n° 109.

<sup>992</sup> V. *supra* n° 186 et s.

<sup>993</sup> V. *supra* n° 48 et s. V. égal. sur les conventions de vote en matière d'ADR, *infra* n° 385.

est en revanche plus difficile de soutenir que la liberté de vote du *depository* est préservée. Le plus souvent, en effet, le contrat d'émission stipule que le droit de vote sera exercé dans le sens indiqué par le porteur d'ADR et détermine la conduite à tenir par le *depository* en l'absence d'instructions<sup>994</sup>. Le *depository* aliène donc sa liberté de vote. Pourtant, la préservation de la liberté de vote de l'associé paraît une condition bien inappropriée lorsque l'associé détient pour un tiers, tant la consultation du porteur paraît plus légitime que le vote de l'intermédiaire. Les solutions traditionnelles relatives aux conventions de vote sont dans ce contexte inadaptées et l'intérêt social devrait prévaloir sur la liberté de vote. Remarquons, quoi qu'il en soit, que de tels montages sont largement usités. Notons également que, lors des tentatives d'harmonisation de la situation des actionnaires étrangers au niveau européen, il a été proposé de recourir à un mécanisme similaire : l'intermédiaire inscrit en compte serait qualifié d'associé, mais il pourrait choisir de conférer le droit de vote à son client<sup>995</sup>. Le projet n'a pas abouti mais témoigne de ce que ce type de conventions de vote est largement admis, ce qui invite à considérer que les solutions traditionnelles pourraient être écartées. Une parfaite redistribution des droits politiques est en effet le gage de la légitimité de l'opération. Cette nécessité d'accommoder les principes traditionnels laisse finalement apparaître le caractère insatisfaisant de la qualification d'associé du *depository*. Notons brièvement que le manque de cohérence de la construction transparaît dans d'autres hypothèses. À titre d'exemple, lorsque les statuts de l'émetteur prévoient un plafonnement des droits de vote, à qui celui-ci doit-il être appliqué ? En théorie, le *depository* étant actionnaire, il ne devrait pouvoir exprimer plus de voix que ce qu'indiqué statutairement. Cela ne correspondrait toutefois pas à la finalité de la clause, qui tend à limiter la puissance que chacun peut exercer individuellement. La clause devrait être ainsi appliquée non au *depository* mais aux porteurs d'ADR séparément. C'est généralement ce que prévoit expressément le contrat d'émission, accommodant la technique juridique à la réalité économique<sup>996</sup>.

Enfin et surtout, reconnaître la qualité d'associé au *depository* conduit à tenir pour associé un propriétaire qui ne subit assurément pas l'aléa social. L'insatisfaction pourrait sembler purement intellectuelle au vu de ce qui vient d'être dit : lorsque les droits politiques sont exactement redistribués à l'investisseur véritable, seul celui-ci bénéficie en pratique des prérogatives sociales. Mais rien ne garantit une telle redistribution. Parfois, les termes du contrat d'émission sont

---

<sup>994</sup> V. notamment Global depository receipts – Reference guide, JP Morgan, 2008, disponible sur le site : <https://www.adr.com/>. Par ex. Alcatel-Lucent, Bank of New York, et les porteurs d'ADR, Form of deposit agreement, 18 mars 2003, disponible sur <http://www.sec.gov/>.

<sup>995</sup> V. *infra* n° 508.

<sup>996</sup> V. par ex. le contrat d'émission liant Alcatel-Lucent, Bank of New York, et les porteurs d'ADR, *préc.* Les statuts de la société prévoyaient qu'un actionnaire ne peut détenir plus de 8 % des droits de vote des actionnaires présents ou représentés à l'assemblée. Le contrat d'émission retranscrit cette clause statutaire. Puis il y est affirmé : « *Indirectly held Shares and Shares treated in the same way as owned Shares shall be taken into account when applying the above-mentioned limit.* » (Trad. libre : « *Les actions détenues indirectement étant traitées de la même manière que les actions détenues directement, elles seront prises en compte pour l'application de la limite susmentionnée* »).

vagues, laissant une grande liberté au *depository* – liberté d'exercer ou non le droit de vote, liberté de suivre ou non les souhaits du client<sup>997</sup>. Le risque principal est alors que l'intermédiaire néglige d'exercer le droit de vote pour des raisons de facilité, entravant la réunion du quorum. Lorsque le *depository* fait partie d'un groupe multi-métier, la tentation d'exercer le droit de vote conformément aux intérêts d'autres entités du groupe pourrait également se faire jour. Une autre difficulté surgit du fait des liens privilégiés entre l'émetteur des actions sous-jacentes et le *depository* dans le cadre des programmes d'ADR sponsorisés. Dans ce cas, en effet, l'opération d'émission est lancée à l'initiative de l'émetteur, qui influe nécessairement sur les clauses relatives aux droits politiques. Le contrat d'émission lie d'ailleurs dans ces hypothèses non seulement le *depository* et les porteurs d'ADR, mais également l'émetteur des actions sous-jacentes. Les dirigeants peuvent alors être tentés de soutenir des clauses qui leur sont favorables. Aussi a-t-il pu être énoncé dans un contrat d'émission que le *depository* voterait dans le sens indiqué par les porteurs lorsque ceux-ci donnaient des instructions de vote et donnerait procuration en blanc dans l'autre cas.<sup>998</sup> Une telle clause permet aux dirigeants de se constituer des réservoirs de voix

---

<sup>997</sup> V. par ex. Bank of New York Mellon pour l'émission d'ADR non sponsorisés portant sur les titres de la société française Accor SA, 14 oct. 2008, Form F-6, disponible sur <http://www.sec.gov/> : « *The Depository shall be under no obligation to give notice to the holder or Owner of this Receipt of any meeting of shareholders or of any report of or communication from the issuer of the Deposited Securities, or of any other matter concerning the affairs of such issuer, except as herein expressly provided. The Depository undertakes to make available for inspection by holders and Owners of the Receipts at its Corporate Trust Office, any reports and communication received from the issuer of the Deposited Securities that are both (i) received by the Depository as the holder of the Deposited Securities and (ii) made generally available to the holders of the Deposited Securities by the issuer thereof. (...).*

*The Depository may, in its discretion, exercise, in any manner, or not exercise, any and all voting rights that may exist in respect of the Deposited Securities. The Depository may, but assumes no obligation to, notify Owners of an upcoming meeting of holders of Deposited Securities or solicit instructions from Owners as to the exercise of any voting rights with respect to the Deposited Securities. Upon the written request of the Owner of this Receipt and payment to it of any expense involved, the Depository may, in its sole discretion, but assumes no obligation to, exercise any voting rights with respect to the amount of the Deposited Securities represented by the American Depositary Shares evidenced by this Receipt in accordance with that request. »*

Trad. libre : « Le Dépositaire ne sera aucunement obligé d'informer le porteur ou titulaire du certificat de la tenue d'assemblées d'actionnaires, de la réception de rapports ou communications de l'émetteur des actions sous-jacentes, ou de toute autre question relative aux affaires de l'émetteur, sauf s'il n'en est expressément stipulé autrement dans le présent document. Le Dépositaire s'engage à mettre à disposition des porteurs ou titulaires des certificats à son siège social tout rapport ou communication reçus de l'émetteur des actions sous-jacentes qui sont à la fois (i) reçus par le dépositaire en tant que titulaire des actions sous-jacentes et (ii) généralement mis à disposition des actionnaires par l'émetteur susmentionné. (...) »

Le Dépositaire peut, à son entière discrétion, exercer, dans n'importe quel sens, ou ne pas exercer, une partie ou tous les droits de vote attachés aux actions sous-jacentes. Le Dépositaire peut, mais n'en a aucune obligation, informer les porteurs d'une assemblée générale d'actionnaires ou solliciter leurs instructions quant à l'exercice des droits de vote attachés aux actions sous-jacentes. Si le titulaire du certificat en fait une demande écrite et le rembourse de tous les frais encourus, le dépositaire peut à son entière discrétion, mais n'en a aucune obligation, exercer les droits de vote, à proportion des actions sous-jacentes aux American Depositary Shares représentées par les certificats, conformément à cette demande. »

<sup>998</sup> V. par ex. le contrat d'émission d'ADR portant sur les titres Carrefour SA, signés entre Carrefour SA, Deutsche Bank Trust Company Americas et les porteurs, 20 mai 2011, Form F-6, disponible sur <http://www.sec.gov/> : « *Upon receipt by the Depository from a Holder of a properly completed Voting Instruction Card on or before the Cut-off Date, the Depository will, endeavor to vote or cause to be voted the Deposited Securities represented by the ADSs evidenced by such Holder's ADSs in accordance with such instructions, insofar as practicable and permitted under any applicable provisions of French law and the Company's by-laws. (...).*

*If the Depository timely receives a signed Voting Instruction Card from a Holder which fails to specify the manner in which the Depository is to vote the Deposited Securities represented by such Holder's ADSs on one or more matters at a meeting or a Holder does not return a Voting Instruction Card, to the extent not prohibited by applicable law, rule or regulation (as confirmed by the*



qui, à défaut d'une telle stipulation, n'auraient pas été décomptées (ou auraient été tenues pour des votes défavorables lorsque des instructions sont données mais sont incomplètes). Notons qu'au-delà des interrogations qu'une telle clause suscite sur sa licéité au vu de la jurisprudence sur les conventions de vote, tant elle semble faire peu de cas de l'intérêt social, elle va à rebours des tendances actuelles sur les questions de gouvernement d'entreprise.

Tenir le *depository* pour associé conduit ainsi à conférer les prérogatives sociales à une personne qui n'assume pas l'aléa social. Si le jeu des clauses contractuelles permet parfois de rétablir un équilibre – au détriment de la cohérence du dispositif –, rien ne garantit qu'il en aille nécessairement ainsi.

**166. – Conclusion.** Ainsi, « l'actionnaire » étranger, qu'il investisse dans des actions ou des certificats représentatifs, se verra généralement refuser la qualité de propriétaire et donc celle d'associé. Pourtant, seul celui-ci, et non l'intermédiaire, supporte l'aléa social.

## 2. Les propriétés temporaires

**167. –** Dans les hypothèses de propriété temporaire, le propriétaire n'a pas vocation à le rester et les modalités du transfert futur de propriété sont déjà déterminées, ce dont il résulte qu'il ne subit pas l'aléa social. Dans ces situations, la notion même de propriété suscite des interrogations. La propriété temporaire semble n'avoir que peu de rapports avec la notion définie à l'article 544 du

---

*Company's counsel to the Depository prior to each meeting), such Voting Instruction Card shall constitute, or in the case of a Holder not providing a Voting Instruction Card, such failure to provide such Voting Instruction Card shall constitute, a procuration en blanc and shall be counted as a vote in favor of resolutions approved by the Board of Directors (...)* ».

Trad. libre : « S'il reçoit du porteur une fiche d'instructions de vote dûment remplie avant ou à la date butoir, le Dépositaire mettra tout en œuvre pour exercer, ou faire exercer, les droits de vote attachés aux actions représentées par les ADS du porteur conformément à ces instructions, dans la mesure où cela est réalisable et autorisé par la loi française et les statuts de la société. (...) ».

Si le Dépositaire reçoit en temps voulu une fiche d'instructions signée qui ne précise pas le sens dans lequel le dépositaire doit exercer les droits de vote attachés aux actions représentées par les ADS du porteurs sur une ou plusieurs questions soumises à l'assemblée ou si le porteur ne retourne pas de fiche d'instructions, dans la mesure où cela n'est interdit par aucune loi, règle ou règlement (ainsi qu'il le sera confirmé par le conseil de la société au Dépositaire avant chaque assemblée), cette fiche d'instruction, ou dans le cas où le porteur ne procure pas de fiche d'instructions, cette carence, sera considérée comme une procuration en blanc et sera décomptée comme un vote en faveur des résolutions agréées par le conseil d'administration. » Rappr. contrat d'émission entre Veolia, Bank of New York Mellon et les porteurs d'ADR, spéc. art. 4.7, 5 juin 2005, disponible sur <http://www.sec.gov/>. Rappr. contrat d'émission entre France Télécom, JPMorgan Chase Bank et les porteurs d'ADR, 14 mai 2012, art. 4.7, <http://www.sec.gov/>, prévoyant néanmoins des exceptions, notamment lorsque le *depository* aura été informé par l'émetteur de l'existence « d'oppositions substantielles ».

Comp. contrat d'émission entre Arcelor (immatriculée au Luxembourg), Bank of New York et les porteurs d'ADR, 20 fév. 2004, disponible sur <http://www.sec.gov/>, spéc. art. 4.7, stipulant qu'avant l'assemblée, la société émettrice indiquera au *depository* la manière dont il convient de traiter les formulaires de vote incomplets. Cette indication sera portée sur le formulaire de vote envoyé aux porteurs d'ADR.

Comp. égal. contrat d'émission entre Axa, Bank of New York Mellon et les porteurs d'ADR, spéc. art. 4.7, 24 juin 1996, disponible sur <http://www.sec.gov/>, prévoyant qu'au cas où le formulaire de vote serait incomplet, le *depository* voterait pour les résolutions appuyées par le conseil d'administration et contre celles qui ne le sont pas.

Code civil. Elle ne revêt plus un caractère absolu, perpétuel et exclusif, et les droits du propriétaire sur les parts ou actions sont en réalité très limités, de sorte que cette propriété ne suffit plus à assurer que le propriétaire subit l'aléa social.

Les mécanismes dont la mise en œuvre suppose un transfert temporaire de propriété sont nombreux. Les fonctions que chacun est susceptible de satisfaire sont diverses et, alors même que la loi leur en assignerait une explicitement, il n'est pas exclu qu'ils servent, en réalité, d'autres finalités. Chaque mécanisme demande donc à être traité distinctement. Pour chacun, nous nous attacherons à définir qui, du cédant ou du cessionnaire, supporte l'aléa social. Nous en viendrons à la conclusion que les propriétés-temporaires, dans lesquelles la propriété a vocation à être cédée à terme, engendrent nécessairement une dissociation entre l'aléa social et le droit de vote. A l'inverse, il est des hypothèses qui ressemblent aux propriétés temporaires, sans toutefois s'y assimiler véritablement. C'est le cas lorsqu'il existe une certaine probabilité que le propriétaire doive céder à terme ses parts ou actions, sans que toutefois cela ne lui soit assuré.

Nous écarterons ainsi préalablement la location et le crédit-bail d'actions ou de parts sociales, que l'on ne peut qualifier de propriétés temporaires (a). Même si le législateur a entendu en faire des outils de transmission d'entreprise, le bailleur ou le crédit-bailleur n'ont aucune certitude quant à un éventuel transfert de propriété de leurs parts ou actions, au locataire ou au crédit-preneur. Ils continuent de supporter l'aléa social.

Nous nous intéresserons ensuite à l'hypothèse plus ambiguë de la vente à réméré (b). Celle-ci ne devrait pas être rangée parmi les propriétés temporaires pures, puisque l'exercice du réméré n'est qu'une faculté pour le vendeur. Mais la vente à réméré tend à être utilisée de manière détournée, l'exercice du réméré n'étant plus conçu comme une faculté mais comme une obligation. On tombe alors dans une véritable hypothèse de propriété temporaire, dans laquelle l'aléa et le droit de vote sont dissociés.

Nous analyserons enfin diverses hypothèses de propriétés temporaires, engendrant toutes une dissociation entre propriété et aléa, et ainsi entre aléa et vote. Nous étudierons le prêt (c), la vente avec clause de réserve de propriété (d), les cessions de droit sociaux étalées dans le temps (e) et, enfin, les différents types d'aliénations fiduciaires (f).

### a. L'exclusion de la location et du crédit-bail

**168. – Présentation.** Nous l'avons vu<sup>999</sup>, la location et le crédit-bail portant sur des parts sociales ou des actions sont aujourd'hui expressément autorisés dans les SARL et dans certaines sociétés par actions. Le bailleur ou le crédit-bailleur est propriétaire et seul apporteur. Les prérogatives sociales sont cependant réparties entre les deux protagonistes. Le droit de vote, notamment, est attribué au bailleur ou au crédit-bailleur pour les modifications statutaires ou le changement de nationalité de la société, et au locataire ou au crédit-preneur dans les autres assemblées. Nous avons vu, également, que l'attribution du droit de vote au locataire ne surprenait pas lorsque son utilisation avait pour finalité la transmission de droits sociaux, puisque le locataire est un associé en devenir. Elle est plus délicate, en revanche, si d'autres objectifs sont poursuivis. La location pourrait alors viser une simple cession du droit de vote.

Nous nous proposons ici d'envisager la situation du bailleur ou du crédit-bailleur. Le législateur lui accorde le droit de vote pour les décisions les plus graves. Cette attribution est-elle justifiée ? Supporte-t-il l'aléa social ? Si la location, ou le crédit-bail, a pour objet la transmission de droits sociaux, le bailleur ou crédit-bailleur n'est-il pas un propriétaire temporaire qui n'est plus exposé au risque social, du fait de la certitude de pouvoir se défaire de ses droits sociaux ? L'analyse de sa situation montre que l'attribution du droit de vote est légitime car cette certitude n'existe pas en réalité : le bailleur, ou le crédit-bailleur, supporte l'aléa social.

**169. – Location, crédit-bail et aléa social.** Dans la location simple, nous avons déjà noté que les parties ont le plus souvent en vue la cession des droits sociaux<sup>1000</sup>. C'est, en tout cas, cet objectif que le législateur poursuivait en réglementant la location de parts sociales et d'actions. Mais d'autres utilisations sont possibles, ce qui pousse à s'interroger notamment sur l'usage qui peut être fait du droit de vote par le locataire. Du point de vue du bailleur, un problème similaire existe. Ainsi, lorsque le bailleur ou le crédit-bailleur<sup>1001</sup> est un associé qui décide de sortir peu à peu de la société, aucune difficulté ne surgit en pratique. La situation diffère, en revanche, lorsque celui-ci est un établissement financier qui acquiert les titres spécialement afin de les donner en location ou de consentir un crédit-bail. On conçoit que l'ancien associé ou l'établissement

---

<sup>999</sup> V. *supra* n° 147 et s.

<sup>1000</sup> V. *supra* n° 150.

<sup>1001</sup> Lorsqu'il n'y a pas eu d'acquisition en vue de la location du bien donné en crédit-bail, on parle de location-vente plutôt que de crédit-bail. Cependant, en matière de parts sociales et d'actions, l'article L. 313-7 4° du C. mon. fin. qualifie de crédit-bail « les opérations de location de parts sociales ou d'actions prévues aux articles L. 239-1 à L. 235-5 du Code de commerce, assorties d'une promesse unilatérale de vente moyennant un prix convenu tenant compte, au moins pour partie, des versements effectués à titre de loyers », sans exiger qu'il y ait eu initialement un achat.

financier n'ont pas les mêmes intérêts au sein de la société et que leur comportement pourrait différer. Le second doit-il être traité de la même manière que le premier ?

Dans le cadre d'une location simple, l'établissement financier n'est certes pas intéressé, *a priori*, par les affaires sociales. Il entend seulement tirer profit de la rémunération qu'il percevra du fait de la location. Pour autant, il n'a aucune certitude sur l'issue de l'opération. Son cocontractant pourra entendre acquérir définitivement les droits sociaux ou, au contraire, résilier son contrat et sortir de la société. S'il acquiert les droits sociaux, aucun prix n'a été préalablement fixé. Dans les deux cas, l'établissement financier n'est donc pas garanti contre le risque de perte et pourra tout aussi bien bénéficier d'une augmentation de valeur des droits sociaux. On comprend que le bailleur conserve un droit de regard sur la gestion et que le droit de vote est réparti entre le locataire et le bailleur, selon la gravité des décisions sociales, du moins lorsque la location s'inscrit dans une opération plus large de transmission de droits sociaux.

Dans le crédit-bail, la situation peut sembler différente. En effet, la probabilité de réalisation de la vente est plus forte que dans la location<sup>1002</sup>. Ainsi, « *d'un point de vue de pure orthodoxie juridique, le crédit-bail est un louage de chose assorti d'une promesse unilatérale de vente consentie au preneur. (...) D'un point de vue économique, le crédit-bail est une opération financière dont le louage et la promesse de vente ne sont que des articulations formelles. Le bailleur comme le preneur ont en vue la vente mais, celui-ci étant dépourvu des liquidités nécessaires à l'achat du bien, et celui-là étant disposé à faire crédit, les parties conviennent de substituer une location financière à un prêt assorti d'une sûreté* »<sup>1003</sup>. Cela pourrait paraître, à première vue, influencer sur la charge de l'aléa. Ce n'est toutefois pas le cas. Pendant l'opération, le crédit-bailleur demeurant propriétaire, la dépréciation ou l'appréciation des titres affecte son patrimoine. La perte des droits sociaux reste également à sa charge. Quant aux dividendes, ils sont perçus par le crédit-preneur aux termes de la loi, qui l'assimile en cela à l'usufruitier<sup>1004</sup>. Concernant les autres formes de gains, il faut encore se référer aux règles régissant l'usufruit. Les sommes perçues en cas d'amortissement du capital et la somme résultant de la vente éventuelle d'un droit de souscription ou des droits sociaux acquis en cas d'exercice d'un droit préférentiel de souscription bénéficieront ainsi au crédit-bailleur et viendront augmenter l'assiette de la location<sup>1005</sup>. Le crédit-bailleur est donc loin d'être désintéressé de la gestion sociale. Il est vrai, pourtant, que si le crédit-

---

<sup>1002</sup> V. J. DERRUPE, « De la fiducie au crédit-bail », in *Mélanges J. Ellul*, PUF, 1983, p. 449, spéc. p. 456 : « *Comme dans la fiducie, l'attribution de la propriété au créancier est la pièce maîtresse du système. Mais, comme le créancier fiduciaire, la société de crédit-bail ne s'intéresse pas à la propriété pour sa matérialité, elle n'en recherche que la garantie procurée en cas d'insolvabilité du débiteur. Tout est mis en œuvre pour que le débiteur n'ait aucun intérêt à abandonner la propriété qui doit logiquement lui revenir après complète exécution de ses obligations* ».

<sup>1003</sup> G. BLANLUET, *ouvr. préc.*, n° 219.

<sup>1004</sup> Art. L. 239-3 C. com.

<sup>1005</sup> Sur cette question, V. *infra* n° 427 portant sur les démembrements de propriété, et renvoyant à la vente à réméré où certaines questions seront traitées au préalable (*infra* n° 174).

preneur lève l'option, *in fine*, les titres lui reviendront et le prix de levée d'option, ou un prix plancher, étant préalablement déterminé, le crédit-bailleur est, de fait, affranchi de tout aléa. Mais ce dernier ne peut avoir aucune certitude sur ce point. Comme dans la vente à réméré<sup>1006</sup>, le débiteur n'est pas dans l'obligation d'acquérir les titres *in fine*. À l'inverse, dans la vente avec clause de propriété, dans la fiducie, ou encore dans le nantissement, le débiteur est engagé. S'il ne satisfait pas à ses obligations, le créancier pourra en obtenir le paiement en réalisant sa garantie. Si la réalisation de sa garantie est insuffisante pour le satisfaire, il pourra obtenir paiement par d'autres moyens. Au contraire, si leur valeur excède sa créance, il devra verser un différentiel au débiteur. Le créancier ne subit alors pas l'aléa social : il supporte le risque que court tout créancier. La situation dans le crédit-bail est bien différente : le débiteur ne s'est pas engagé à acquérir les titres<sup>1007</sup>. Le crédit-bailleur n'est donc pas certain de pouvoir céder ses droits sociaux et continue de subir l'aléa social. La même conclusion s'impose pour les opérations de *lease-back*, lorsque l'associé vend ses actions à un établissement financier qui les lui donne ensuite à bail.

**170. – Conclusion.** Dans les deux cas, location et crédit-bail, il ne paraît pas illégitime que le droit de vote soit confié, pour partie, au bailleur ou crédit-bailleur. Celui-ci continue, en effet, de subir une partie de l'aléa social, puisqu'il n'existe aucune certitude que les droits sociaux soient acquis *in fine* par le preneur ou crédit-preneur. On ne peut donc parler ici de dissociation entre propriété et aléa.

## b. L'ambiguïté de la vente à réméré

**171. – Présentation.** La vente à réméré, ou vente avec pacte de rachat, est un contrat par lequel le vendeur se réserve la possibilité de reprendre la chose vendue, moyennant la restitution du prix principal et le remboursement des frais de la vente<sup>1008</sup>. Le terme de « réméré » a été supprimé et seul le mot « rachat » est aujourd'hui employé dans le Code civil<sup>1009</sup>. Pour autant, l'un comme l'autre sont trompeurs<sup>1010</sup>, la faculté de « rachat » ne constituant qu'une clause résolutoire. Deux

---

<sup>1006</sup> V. *infra* n° 171.

<sup>1007</sup> V. L. AYNES et P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 806 : « Le crédit-bail ressemble, à certains égards, à une vente avec réserve de propriété, dans le domaine limité des biens d'équipement professionnel ; la société de crédit-bail, après avoir acheté la chose, la vend à crédit à l'utilisateur et s'en réserve la propriété jusqu'au complet paiement du prix. Il ressemble aussi à la fiducie. Ces analyses ne tiennent pas compte de l'option du locataire, qui peut ne pas devenir propriétaire, et de la qualification donnée par la loi du 2 juillet 1966 au crédit bail (art. L. 313-7 et s. CMF) (...) ». V. égal. PH. JESTAZ, « La réserve de propriété ou la vente éclatée », *préc.*, spéc. p. 234 : « Car le crédit-bail, quoi qu'on en pense, a tout de même quelque chose d'un bail. À force d'y voir un simple contrat de financement déguisé en bail, on finit par oublier que le crédit-preneur verse un prix en contrepartie d'une jouissance. Or, le fait que ce prix dépasse la contrevaleur de la jouissance et corresponde de facto à l'amortissement ne suffit pas à gommer cette réalité, mais indique seulement que le bail est déjà gros d'une vente ».

<sup>1008</sup> Art. 1659 C. civ.

<sup>1009</sup> Loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures.

<sup>1010</sup> M. PLANIOL et G. RIPERT, par J. HAMEL, F. GIVORS et A. TUNC, *Traité pratique de droit civil français*, t. 10,

périodes doivent ainsi être distinguées. *Pendente conditione*, d'une part, le vendeur perd tout droit sur son bien tandis que l'acheteur en devient propriétaire. Il jouit donc de droits exclusifs, sans que le vendeur ne puisse s'opposer à l'usage qui est fait de la chose<sup>1011</sup>. Tout au plus, en cas de dommage, ce dernier pourra prétendre à indemnisation s'il exerce par la suite sa faculté de rachat. Si le bien est aliéné, il pourra encore agir contre le sous-acquéreur en cas d'exercice du droit de rachat, lorsque les conditions de la revendication sont réunies. À l'issue de l'opération, d'autre part, si la faculté de rachat n'est pas exercée, l'acheteur demeure propriétaire. Dans le cas contraire, la vente est résolue. Le vendeur recouvre sa propriété tandis que le prix et les frais de vente sont remboursés à l'acheteur.

Traditionnellement, la vente à rachat avait pour objet des biens corporels, et plus spécifiquement des immeubles par nature. C'est du moins ainsi que les rédacteurs du Code civil l'avaient envisagée, ainsi qu'en témoigne l'usage fréquent des termes « *héritage* » et « *fonds* ». Le rachat a toutefois été rapidement utilisé sur des meubles corporels<sup>1012</sup>. Puis, depuis le début des années 1980, s'est développée la pratique des rachats sur valeurs mobilières<sup>1013</sup>. Il en résulte une inadéquation des dispositions du Code civil<sup>1014</sup>. Moins développée, la vente à rachat de parts sociales est également envisageable. Les difficultés suscitées par cette pratique ne tiennent cependant pas uniquement à l'incorporalité de la chose, objet du rachat ; elles résultent également d'utilisations détournées du pacte de rachat.

Classiquement, cette opération permettait au propriétaire d'une chose connaissant un besoin de liquidités, de vendre un bien, tout en se réservant la possibilité de recouvrer sa propriété s'il revenait à meilleure fortune<sup>1015</sup>. Ainsi, pour Portalis, « *ce pacte offre au citoyen ou au père de famille malheureux, des ressources dont il ne serait pas juste de le dépouiller. Avec la liberté de se réserver le rachat, on peut vendre pour se ménager un secours, sans perdre l'espérance de rentrer dans sa propriété* »<sup>1016</sup>. La question de la nature véritable de certains contrats conclus sous forme de rachat s'est cependant

---

*Contrats civils*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1956, n° 187.

<sup>1011</sup> J. GHESTIN et B. DESCHE, *préc.*, n° 574 et 575.

<sup>1012</sup> A. BORIES, *Le rachat*, th. Montpellier 1, 2004, spéc. n° 136.

<sup>1013</sup> On envisagera ici seulement le rachat portant sur des droits sociaux.

<sup>1014</sup> La vente à rachat d'immeubles est cependant toujours pratiquée, ainsi qu'en témoigne un contentieux constant, par ex. : Cass. com. 2 juin 1992, n° 90-18381, *Bull. civ. IV* 1992, n° 218, p. 153 ; Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 10 mars 1993, n° 91-14781, *Bull. civ. III* 1993, n° 33, p. 21 ; Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 25 oct. 2006, n° 05-16250 ; Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 20 déc. 2007, n° 06-13078 ; *Bull. civ. IV* 1992, n° 218, p. 153 ; Cass. com. 20 nov. 2007, n° 06-13055, *Bull. civ. IV* 2007, n° 250.

<sup>1015</sup> V. sur l'histoire du rachat, A. BORIES, *th. préc.*, spéc. n° 12 et s.

<sup>1016</sup> J.-E.-M. PORTALIS, F.-D. TRONCHET, F.-J.-J. BIGOT-PREAMENEU et J. MALEVILLE, *Recueil complet des discours prononcés lors de la présentation du Code civil par les divers orateurs du Conseil d'État et du Tribunal*, t. 1, *Discours*, Firmin Didot Frères, 1838, p. 595. V. CL. WITZ, « Vente à rachat », *J.-Cl. Civil Code*, sept. 2006, n° 2. V. égal. M. PLANIOL et G. RIPERT, *ouvr. préc.*, n° 187 bis ; J. GHESTIN et B. DESCHE, *Traité des contrats – La vente*, LGDJ, 1990, n° 571.

rapidement posée. Il n'était pas rare de voir les parties convenir d'une vente avec pacte de rachat alors que leur intention n'était pas de réserver au vendeur la possibilité de récupérer la chose transmise. Il s'agissait, en réalité, de masquer sous une vente à réméré un prêt accompagné d'un pacte comissoire, alors prohibé. Cette même opération pouvait encore cacher un prêt à un taux usuraire. La question a cependant perdu une partie de son intérêt avec l'abolition de la prohibition du pacte comissoire<sup>1017</sup>. Aujourd'hui, les objectifs poursuivis par les parties, en matière de droits sociaux<sup>1018</sup>, se sont encore diversifiés, à tel point que la nature de l'opération en a parfois été altérée. Dans un grand nombre de cas, en effet, le réméré n'est plus conçu comme une faculté de rachat mais comme une obligation à la charge du vendeur<sup>1019</sup>, les parties dissimulant sous la qualification de vente à réméré une opération d'une toute autre nature<sup>1020</sup>. Des difficultés peuvent évidemment survenir en cas d'inexécution<sup>1021</sup>, ainsi que l'illustre la célèbre affaire *DG Deutsch Bank*<sup>1022</sup>. Mais d'autres questions se posent, ne serait-ce que celle de la validité de cette pratique<sup>1023</sup>. Lorsque la nullité n'est pas encourue, un risque de requalification pèse sur l'opération<sup>1024</sup>. Nous verrons, en tout cas, que la question du droit de vote en est singulièrement compliquée. Les objectifs poursuivis par les parties sont en effet divers, mais supposent tous un transfert temporaire de propriété.

**172. – Utilisation de la vente à réméré de droits sociaux.** Sans décrire de manière exhaustive les finalités que peuvent poursuivre les parties<sup>1025</sup>, il est possible d'en évoquer quelques-unes.

---

<sup>1017</sup> Art. 2348 C. civ. et L. 521-3 C. com. en matière de gage, art. 2459 C. civ. en matière d'hypothèque. Le pacte comissoire reste prohibé dans une convention d'hypothèque lorsque l'immeuble constitue la résidence principale du débiteur (art. 2459 C. civ.) et en matière de crédit à la consommation (art. L. 311-32 C. cons.).

<sup>1018</sup> Sur cette question, V. A. BORIES, *th. préc.* ; F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, « Le réméré, la pension et le prêt de titres », *préc.*

<sup>1019</sup> V. sur ce point : F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004, n° 394 ; A. BORIES, *th. préc. spéc.* n° 26 et n° 337 et s. ; F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *préc.* ; A. PERROT, « La vente à réméré de valeurs mobilières », *RTD com.* 1993, p. 1 ; J.-L. SIRUGUET et A. FERRARI, « Le réméré : une technique contestable ? », *Banque* 1991, p. 385. Le rachat est parfois même initié par l'acquéreur, V. F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *préc.* : « Il arrive que la faculté de réméré laissée au vendeur soit en fait exercée à l'initiative de l'acheteur, notamment lorsque l'acheteur est un OPCVM et le vendeur son dépositaire : pour faire face aux demandes de rachat de parts de sa clientèle, l'OPCVM demande à ce dernier d'exercer immédiatement son option de reprise. Ceci montre bien le caractère artificiel du réméré tel qu'on le rencontre sur la place ».

<sup>1020</sup> En ce sens, F. AUCKENTHALER, *ouvr. préc.*, n° 397.

<sup>1021</sup> Les parties prennent parfois la précaution de rédiger un document postdaté indiquant la volonté du vendeur d'exercer le réméré (V. A. BORIES, *th. préc.*, spéc. n° 337). Les parties peuvent encore inclure une condition résolutoire au bénéfice de l'acquéreur pour sécuriser la vente.

<sup>1022</sup> V. notamment sur cette affaire CH. GENTILI, *Les transferts momentanés de titres*, th. Université Jean Moulin Lyon 3, 1996, n° 342 et s. V. égal. D. TERRE, « L'auto-production progressive du droit : l'exemple de la pension livrée », *Droit et société* 2001, n° 48, p. 531 ; F. AUCKENTHALER, « Vente à réméré », *J.-Cl sociétés traité*, fasc. 2122, juin 2012, n° 111.

<sup>1023</sup> Certaines utilisations permettent en effet de contourner des règles impératives, d'autres permettent de jouir d'avantages (notamment fiscaux) que l'usage du mécanisme adéquat ne permettrait pas.

<sup>1024</sup> V. sur cette question A. COURET et *alii*, *Droit financier, ouvr. préc.*, n° 1165 et s.

<sup>1025</sup> V. pour une présentation des différentes utilisations de la vente à réméré : F. AUCKENTHALER, « Vente à réméré », *préc.*, n° 98 et s. ; A. BORIES, *th. préc.*, spéc. n° 24 et s. ; F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *art. préc.*

Conformément à l'esprit de l'institution, le vendeur à réméré peut rechercher des liquidités qu'il obtient par la cession de ses droits sociaux, qu'il pourra recouvrer s'il revient à meilleure fortune. Le transfert peut encore être conçu comme définitif, mais l'acheteur entend se réserver une garantie, le prix n'ayant pas encore été payé<sup>1026</sup>. La vente à réméré a également été utilisée pour conférer des actions de garantie à des salariés destinés à exercer des fonctions de direction dans une filiale<sup>1027</sup>, ce qui ne correspond déjà plus à la finalité de l'institution. Fréquemment cependant, les finalités des parties sont plus complexes. Le vendeur n'entend, souvent, pas se défaire de ses titres mais seulement obtenir un prêt, qu'il garantit en transférant la propriété des titres<sup>1028</sup>. Il est alors évident pour les deux parties que le rachat n'est pas seulement une faculté mais une obligation. Parfois, le vendeur ne recherche pas des liquidités pour elles mêmes, mais seulement en ce qu'elles lui permettent une meilleure présentation de son bilan, souvent nécessaire au respect des ratios prudentiels. Quant à l'acheteur, son seul intérêt peut résider dans la perception des intérêts du prêt consenti, le transfert de propriété n'étant qu'une garantie. Là encore, le rachat est perçu comme une obligation pour le vendeur et la qualification de réméré est douteuse. La vente à réméré peut également être utilisée par l'acheteur comme un prêt de titres, notamment pour acquérir rapidement des titres qu'il a l'obligation de livrer. Cette pratique auparavant courante a cependant perdu de son intérêt depuis la réglementation du prêt de titres. L'acquéreur peut encore rechercher les prérogatives que lui confèrent les parts ou actions. À titre d'exemple, une vente à réméré permet parfois à l'acheteur, en percevant les dividendes, de bénéficier de crédits d'impôt dont le vendeur ne pourrait profiter. En effet, lorsque le vendeur, parce qu'il est soumis à un statut particulier, n'est pas imposable, ces crédits sont perdus. Le transfert des titres permet à l'acquéreur de les utiliser, le bénéfice en résultant étant partagé entre les parties. L'utilisation de la vente à réméré est particulièrement intéressante dans ce cas, puisque le prêt de titres réglementé permet rarement d'atteindre un tel résultat<sup>1029</sup>. L'acheteur pourrait encore rechercher le droit de vote conféré par les titres<sup>1030</sup> : lorsque le rachat est conçu comme obligatoire, la propriété transférée à l'acquéreur lui permet d'acquérir un pouvoir temporaire. Dans ces derniers cas toutefois, et plus généralement à chaque fois que l'exercice du réméré est considéré comme obligatoire, l'opération ne peut plus être valablement qualifiée de réméré<sup>1031</sup> et un risque de requalification existe.

---

<sup>1026</sup> V. par ex. Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 déc. 2000, n° 98-10852, *Bull. civ. I* 2000, n° 328, p. 213.

<sup>1027</sup> V. par ex. J. GUYENOT, *art. préc.*, spéc. n° 22.

<sup>1028</sup> V. par ex. Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 déc. 2000, *préc.*

<sup>1029</sup> V. *supra* n° 177.

<sup>1030</sup> A. PERROT, *art. préc.* ; I. RENAUDIE, *La dissociation des prérogatives financières et de gouvernement dans les sociétés*, th. Paris 10, 1989.

<sup>1031</sup> V. en ce sens A. BORIES, *th. préc.*, spéc. n° 348. V. égal. refusant la qualification de vente à réméré du report, E. THALLER, « N'y aurait-il pas dans le report de bourse un paiement avec subrogation ? », *Annales de droit commercial* 1893, p. 70 : « Il suffit d'un peu d'attention pour comprendre que, là où le réméré devient obligatoire, il cesse, en son sens, de réaliser les fonctions inhérentes à la vente ».



**173. – Vente à réméré et droit de vote.** Dans ces dernières utilisations, le réméré intéresse les parties du fait du transfert immédiat de propriété qu'il emporte, et par là-même du transfert des prérogatives sociales. Si, *pendente conditione*, une clause résolutoire menace la cession, l'acquéreur est seul propriétaire et le vendeur n'a contre lui qu'un droit personnel<sup>1032</sup>. En matière de droits sociaux, il faut en déduire que l'acquéreur revêt la qualité d'associé et bénéficie de toutes les prérogatives attachées à la propriété des parts ou actions. Un jugement ancien du tribunal de commerce de la Seine<sup>1033</sup> illustre tout à la fois cette affirmation et l'usage qui peut être fait du réméré.

Dans cette espèce, alors qu'un concours financier avait été consenti à une société, le créancier entendait exercer un contrôle sur l'utilisation des fonds prêtés et profiter des bénéfices que ces liquidités permettraient sans doute de dégager. Pour cela, des actionnaires lui avaient vendu à réméré la majorité des actions, à vil prix. Il était stipulé que les vendeurs pourraient exercer leur droit de réméré une fois la dette de la société remboursée. Le créancier, devenu propriétaire des titres, avait alors exercé toutes les prérogatives attachées à ses actions, dont le droit de vote en assemblée. Il avait notamment participé à une assemblée extraordinaire et voté une modification du capital social. Les vendeurs demandaient, en premier lieu, la nullité de la vente à réméré. Il était invoqué que la faculté de réméré pouvait être exercée au delà d'un délai de cinq ans en contravention aux dispositions impératives du Code civil<sup>1034</sup>, que le prix de vente était vil et que l'opération de réméré masquait « *un nantissement ou un contrat sui generis* ». Ils demandaient, en second lieu, la nullité des délibérations votées dans les assemblées auxquelles le créancier avait pris part. Ils affirmaient, en effet, que la détention des titres n'était que précaire et ne pouvait permettre au créancier d'accéder aux assemblées. Ils soutenaient, à défaut, que l'acquéreur à réméré ne pouvait voter en assemblée extraordinaire aux fins de modifier le capital social. S'appuyant sans doute sur l'obligation de restitution à l'identique des choses, objet du réméré, pesant sur l'acquéreur en cas d'exercice de la faculté de rachat, ils semblaient en déduire que l'acquéreur avait, *pendente conditione*, une obligation de conservation des titres, qu'il violait en portant atteinte au capital social. Les juges rejettent ces deux prétentions. Ils considèrent d'abord la vente à réméré comme valable. Ils expliquent notamment que « *pour obtenir de pareils résultats, il était nécessaire que [le créancier] fût à même d'avoir l'exercice et la jouissance de tous les droits attachés aux titres dont il s'agit ; que seule, une vente assortie ou non d'une clause de réméré pouvait les lui conférer, qu'ainsi la vente contestée ne présente aucun caractère de fictivité* ». Les juges valident donc la pratique consistant à utiliser le mécanisme du réméré dans le seul dessein de conférer un droit de vote et un droit sur les

---

<sup>1032</sup> Le débat qui existait sur la nature réelle ou personnelle du droit du vendeur a été tranché par la Cour de cassation : Cass. req. 21 déc. 1825, *S.*, 1826, 1, p. 243. V. par ex. J. CARBONNIER, sous Cass. civ. 24 oct. 1950, *RTD civ.* 1951, p. 391.

<sup>1033</sup> TC Seine 16 juin 1930, *Gaz. Palais* 1930, p. 288.

<sup>1034</sup> Art. 1660 C. civ.

bénéfices à l'acquéreur : parce que la jouissance des prérogatives sociales était recherchée, la propriété l'était forcément, et la vente n'était pas, en conséquence, fictive. Il en résulte que l'acquéreur, devenu propriétaire, jouit bien du droit de vote. Pour autant, peut-il l'exercer dans les assemblées extraordinaires ou, du moins, peut-il voter des délibérations qui portent atteinte à la substance même des titres, objet du réméré ? En l'espèce, on ne connaît pas les termes exacts de la délibération votée. On sait cependant qu'elle a engendré une modification du capital. Or une réduction de capital peut entraîner l'annulation de certaines actions ou du moins une diminution de leur valeur nominale. À l'inverse, une augmentation de capital peut se traduire par une modification de la répartition des pouvoirs dans la société et une dilution du vendeur à réméré. Si le vendeur exerce sa faculté de rachat, il récupèrera des titres qui ne lui confèreront plus des pouvoirs aussi étendus que ceux qu'ils conféraient lors de la vente. Si l'on retient qu'il existe à la charge de l'acquéreur une obligation de conservation, le vote en faveur d'une décision de modification du capital social pourrait donc en constituer une violation. C'était l'argument qui semblait être développé par les vendeurs. Les juges ne s'aventurent cependant pas dans une telle voie. Ils soutiennent au contraire que « *la vente à réméré a pour effet de rendre l'acquéreur propriétaire sous condition résolutoire de la chose vendue, et qu'aux termes de l'art. 1665 du C. civ., l'acquéreur à pacte de rachat exerce tous les droits de son vendeur ; qu'il est de jurisprudence constante que la jouissance et l'exercice de toutes les prérogatives attachées à la propriété sont reconnus à l'acheteur en réméré* ». L'acquéreur devient ainsi seul propriétaire, sans que ses droits ne soient limités par une quelconque obligation de conservation. Le vendeur ayant perdu sa qualité de propriétaire ne peut aucunement contester l'usage qui est fait de la chose transmise. S'il exerce sa faculté de rachat, il pourra toutefois obtenir indemnisation du préjudice subi, le cas échéant. Devenant propriétaire, l'acquéreur jouit de la qualité d'actionnaire et, en conséquence, de tous les droits sociaux, dont le droit de vote, et ce sans limitation, peu important l'existence d'une clause résolutoire.

**174. – Vente à réméré et aléa social.** Si tel est en effet le principe, il convient de se demander si l'acquéreur à réméré subit effectivement l'aléa social. Il est évident que *pendente conditione*, lui seul est exposé aux pertes et bénéficie des gains. Toutefois, s'il est certain de devoir restituer, à terme, les sommes perçues et de se faire rembourser des dépenses engagées, la situation est toute autre. C'est pourquoi il faut s'interroger sur la charge de l'aléa à l'issue de l'opération. La question est complexe, les textes comme les principes jurisprudentiels concernant essentiellement la vente d'immeuble. Aussi, lorsque les charges entre acquéreur et vendeur sont réparties en se référant aux termes de réparations nécessaires, alluvions, diminutions, accroissements<sup>1035</sup>, la transposition de ces principes aux droits sociaux n'est-elle pas aisée<sup>1036</sup>.

---

<sup>1035</sup> V. sur ces règles : PLANIOL (M.) et RIPERT (G.), par HAMEL (J.), GIVORS (F.) et TUNC (A.), *ouvr. préc.*, n°

Il faut s'interroger, en premier lieu, sur le sort des pertes. En cas de non-exercice du réméré, elles pèsent sans nul doute sur l'acquéreur. La situation est plus délicate en cas de rachat. La disparition de la chose pèse, *pendente conditione*, sur l'acquéreur aux termes de l'adage *res perit domino*. Le réméré a toutefois un effet rétroactif. Si celui-ci est exercé, la réalisation du risque préjudiciera donc au vendeur<sup>1037</sup>, à moins que la disparition ne soit due à la faute de l'acquéreur, auquel cas il devra rembourser son cocontractant en valeur. On se doute, toutefois, que lorsque le risque s'est réalisé, le réméré ne sera pas exercé, ce dont il résulte que ce risque pèse, de fait, sur l'acquéreur. Il en va différemment si la société est dissoute et que les apports sont restitués. On peut penser que ceux-ci seront alors subrogés aux titres. La résolution étant rétroactive en effet, les choses doivent être remises « *au même état que si l'obligation n'avait pas existé* »<sup>1038</sup>. Le droit de réméré pourrait donc être exercé sur les apports restitués. Quant à la dépréciation des titres, elle préjudicie à l'acquéreur, s'il les conserve. Dans le cas contraire, elle est subie par le vendeur qui doit restituer un prix qui ne correspond plus à la valeur des titres. Toutefois, lorsque le vendeur peut aisément se procurer des titres similaires en même quantité, essentiellement lorsque la société est cotée, il n'exercera pas sa faculté de réméré. Le risque pèse donc de fait sur l'acquéreur. Dans le cas inverse, toutefois, le vendeur pourra avoir intérêt à récupérer ses titres malgré leur dépréciation. Concernant enfin la contribution aux pertes dans les sociétés à risque illimité, elle pèse sur l'acquéreur, peu importe l'exercice du réméré, puisque celui qui cède ses titres reste tenu des dettes sociales nées antérieurement. Dans les relations entre acquéreur et vendeur, toutefois, on peut s'interroger sur les notions de « *réparations nécessaires* » et de dépenses qui « *ont augmenté la valeur du fond* », devant toutes deux être remboursées par le vendeur exerçant le réméré au regard des prescriptions de l'article 1673 du Code civil<sup>1039</sup>. Comment, en effet, transposer cette règle en matière de meubles incorporels ? Qu'est-ce que la réparation nécessaire de parts ou actions ? Qu'est-ce qu'une dépense qui augmente leur valeur ? Le remboursement des dettes nées avant la vente pourrait sans doute être considéré comme une « *réparation nécessaire* » : l'engagement de la dépense est antérieur à la vente et l'acquéreur à réméré ne fait que régler une dette existante dont le paiement doit être honoré. Le sort des dettes nées *pendente conditione* est en revanche plus complexe. Leur remboursement supposerait une distinction délicate entre les dépenses nécessaires et celles qui ne le sont pas. Si une dépense n'est pas nécessaire, il faudrait alors déterminer si elle a augmenté la valeur des parts ou actions. Cela induit une appréciation de l'opportunité de la dépense et une évaluation des titres délicates. Il semble que l'on puisse conclure que le règlement de dépenses antérieures doit être remboursé, tandis que les dépenses

---

204.

<sup>1036</sup> J.-L. MEDUS, « R  m  r  s sur droits sociaux et restructurations d'entreprises », *Bull. Joly* 1996, p. 459.

<sup>1037</sup> Pour une étude détaillée de la possibilité de mettre en œuvre la faculté de réméré lorsque la chose a péri, V. A. BORIES, *th. préc.*, spéc. n   464 et s.

<sup>1038</sup> Art. 1183 C. civ.

<sup>1039</sup> Dans la limite de l'augmentation pour les secondes.

postérieures au transfert sont sujettes à des distinctions périlleuses. Le caractère artificiel de la transposition de ces règles en matière de droits sociaux s'oppose en réalité à une mise en œuvre efficace et suppose que les parties règlent conventionnellement la question.

En second lieu, pour ce qui est des chances de gain, les fruits perçus *pendente conditione* seront conservés par l'acquéreur si la faculté de rachat n'est pas exercée. Ils le sont également si la faculté de rachat est exercée. Il est admis, en effet, que l'acquéreur à réméré conserve les fruits<sup>1040</sup>. Le vendeur n'ayant pas à payer les intérêts du prix, il n'y aurait, en effet, pas de logique à obliger l'acquéreur et non le vendeur à restituer les fruits. En outre, l'acquéreur étant possesseur de bonne foi, il conserve quoi qu'il en soit les fruits, selon les principes classiques du droit civil. Les dividendes étant tenus pour des fruits<sup>1041</sup>, de même que le *boni* de liquidation, ils restent donc acquis à l'acquéreur malgré le rachat. Il semble qu'il en soit ainsi même si les dividendes sont payés en actions, puisque le mode de distribution des dividendes n'influe pas sur leur nature. Les distributions de réserves pourraient susciter plus de difficultés. Leur qualification de fruit ou de produit a en effet donné lieu à discussion. Plusieurs interprétations sont possibles<sup>1042</sup>. Le caractère exceptionnel d'une distribution de réserves, notamment, pourrait faire pencher pour la qualification de produit<sup>1043</sup>. D'autres ont proposé de distinguer selon que la distribution était exceptionnelle ou qu'elle permettait de lisser les dividendes distribués annuellement. Seules les sommes correspondant à cette seconde hypothèse seraient des fruits<sup>1044</sup>. Un troisième groupe d'auteurs opte pour la qualification de fruit, en toute circonstance<sup>1045</sup>. Et on comprend mal, en

---

<sup>1040</sup> J. GHESTIN et B. DESCHE, *préc.*, n° 580 ; J. HAMEL, F. GIVORD et A. TUNC, *préc.*, n° 204 ; *Contra*, F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *préc.* ; CL. WITZ, « Vente à réméré », *préc.*, n° 62.

<sup>1041</sup> Considérant que les dividendes « *participent de la nature de fruits* » : Cass. civ. 21 oct. 1931, *DP* 1933, 1, p. 100, note P. CORDONNIER ; Cass. civ. 7 juill. 1941, *DH* 1941, p. 370 ; Cass. com. 5 oct. 1999, *Bull. civ. IV*, n° 163, p. 137, n° 97-17377 ; *D.* 1999, *AJ*, p. 69, note M. BOIZARD ; *D.* 2000, p. 552, note G. MORRIS-BECQUET ; *Bull. Joly* 1999, p. 1104, note A. COURET ; *Dr. sociétés* déc. 1999, n° 183, note H. HOVASSE ; *RD bancaire et bourse* 1999, p. 249, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE ; *JCP éd. E* 2000, p. 29, note. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; *Deffrénois* 2000, p. 40, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 2000, n° 1, note T. BONNEAU ; *Banque et droit* janv.-févr. 2000, p. 62, note M. STORCK ; *JCP éd. E* 2000, n° 14, p. 612, note R. BESNARD-GOUDET ; *RTD com.* 2000, p. 138, note M. STORCK ; *Rev. sociétés* 2000, p. 286, note H. LE NABASQUE. V. également : Cass. com. 5 déc. 2000, n° 98-12913, *Bull. Joly* 2001, p. 883, note P. SCHOLER ; Cass. com. 28 nov. 2006, *Bull. civ. IV*, n° 235, p. 258, n° 04-17486 ; *Bull. Joly* 2007, p. 363, note T. REVET.

<sup>1042</sup> Pour un exposé et une discussion des différentes théories en présence, V. H. HOVASSE, R. MORTIER et A. MORTIER, « L'usufruit de droits sociaux », *Actes prat. et ing. soc.* mai-juin 2009, p. 5, spéc. n° 60 et s.

<sup>1043</sup> V. par ex. P. SAUTAI, *ouvr. préc.*, p. 34 ; F.-D. POITRINAL, *art. préc.* ; Rappr. Mémento F. Lefebvre, *Sociétés commerciales, ouvr. préc.*, n° 76296

<sup>1044</sup> Notamment en ce sens, H. HOVASSE, note sous Cass. com. 3 mars 2009, *Dr. sociétés* mai 2009, n° 94, p. 22 ; A. BALLOT-LENA, « L'usufruitier de droits sociaux : un statut sui generis ? », *Dr. sociétés* 2010, n° 6, p. 5 ; F.-D. POITRINAL, « L'usufruit conventionnel d'actions, un outil financier méconnu », *Banque et Droit* sept.-oct. 1993, n° 31, p. 3 ; H. HOVASSE, R. MORTIER et A. MORTIER, *art. préc.* ; D. VELARDOCCHIO, « Dividendes », *Rép. Dalloz sociétés*, août 1996, mise à jour mars 2012, n° 220

<sup>1045</sup> V. notamment en ce sens H. HOVASSE et R. MORTIER, *art. préc.* ; A. LE BAYON, « L'usufruit de parts sociales », *Rev. sociétés* 1973, p. 435 ; C. REGNAUT-MOUTIER, « Vers la reconnaissance de la qualité d'associé à l'usufruitier de droits sociaux ? », *Bull. Joly* 1994, p. 1155, spéc. n° 6 ; M. LECENE, *Les parts et actions d'une société commerciale qui appartiennent à plusieurs personnes*, th. Bordeaux 1, 1992, n° 127 ; F. ZENATI, « Usufruit des droits

effet, ce qui justifierait une différence de traitement au sein des bénéfices réalisés par la société, selon qu'ils sont distribués immédiatement ou lors d'un exercice postérieur, alors même que les modalités de distribution sont similaires. En réalité, il nous est permis de penser que la nature complexe des parts ou actions, ensemble incorporel de droits et d'obligations, se prête mal à la distinction entre fruits et produits. Calquer les notions du droit des biens classiques revêt donc un caractère nécessairement artificiel<sup>1046</sup>. Et au-delà des controverses doctrinales, l'analyse du jeu des dispositions légales et des solutions jurisprudentielles permet de conclure que les sommes versées dans le cadre d'une distribution de réserve sont des fruits. Le Code de commerce qualifie les réserves mises en distribution de dividendes<sup>1047</sup>, tandis que la Cour de cassation tient les dividendes pour des fruits. Ces sommes sont donc des fruits et restent ainsi acquises à l'acquéreur malgré le rachat.

Il en va autrement, cependant, en cas d'amortissement du capital. Il ne s'agit plus alors de fruits mais de produits, l'amortissement étant défini comme un remboursement anticipé, partiel ou intégral des apports. Les sommes ou droits sociaux ainsi perçus devront être restitués au vendeur en cas d'exercice de la faculté de réméré<sup>1048</sup>. De même, l'attribution d'un éventuel droit préférentiel de souscription, s'il est vendu ou exercé, devra donner lieu à restitution de la somme perçue ou des droits sociaux acquis, à charge pour le vendeur de rembourser les sommes éventuellement déboursées pour ce faire<sup>1049</sup>. Il en sera de même de l'apport récupéré, en cas de dissolution de la société<sup>1050</sup>.

En cas de non-exercice de la faculté de rachat, l'aléa social est ainsi sans aucun doute supporté par l'acquéreur. Dans le cas inverse, la situation est plus complexe. L'acquéreur conserve les fruits tandis que le vendeur paie les dettes ou, du moins, la plus grande partie. La dépréciation ou l'augmentation de la valeur des titres est encore supportée par le vendeur qui exerce le réméré. Pourtant, de fait, la dépréciation des titres ou leur disparition incitera le vendeur à ne pas faire jouer la condition résolutoire. En réalité, c'est l'incertitude de l'issue de l'opération qui semble déterminante quant à la charge de l'aléa *pendente conditione*. L'acquéreur n'a, en effet,

---

sociaux », *Rép. Dalloz sociétés*, janv. 2003, mise à jour janv. 2012, n° 361 et s. ; S. PELLET, note sous Cass. com. 10 fév. 2009, *Dr. et patrimoine* juin 2009, n° 182.

<sup>1046</sup> Rapp. G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne, ouvr. préc.*, n° 60

<sup>1047</sup> V. Sect. 4 du chap. 2 du Titre III du livre II du C. com. et spéc. l'art. L. 232-11 al. 2 : « *En outre, l'assemblée générale peut décider la mise en distribution de sommes prélevées sur les réserves dont elle a la disposition. En ce cas, la décision indique expressément les postes de réserve sur lesquels les prélèvements sont effectués. Toutefois, les dividendes sont prélevés par priorité sur le bénéfice distribuable de l'exercice.* » Il résulte de cette formulation que les réserves mises en distribution sont des dividendes.

<sup>1048</sup> V. J.-L. MEDUS, *art. préc.*

<sup>1049</sup> L'article 1673 C. civ. prévoit en effet que le vendeur doit en cas d'exercice de la faculté de rachat, rembourser « *les frais et loyaux coûts de la vente, les réparations nécessaires, et celles qui ont augmenté la valeur du fonds, jusqu'à concurrence de cette augmentation* ».

<sup>1050</sup> V. *supra*.

aucune certitude quant à l'usage qui sera fait de la faculté de rachat, tandis qu'une variation de valeur des droits sociaux peut influencer sur la décision du vendeur. L'acquéreur est ainsi seul intéressé aux affaires sociales. Il acquiert, en effet, un droit de propriété plein et entier, sans limitation aucune. La situation diffère, en cela, de la pension ou du prêt de titres, par exemple, où l'acquéreur n'a, par hypothèse, qu'une propriété temporaire. Ici, le transfert n'est pas conçu comme temporaire ; une condition résolutoire menace cependant la vente et la faculté de rachat sera exercée dans le cas, seulement, où le vendeur trouve les fonds nécessaires pour ce faire. Au contraire de la pension, situation dans laquelle le débiteur a l'obligation de rembourser sa dette et où la conservation de la propriété transmise par le créancier n'est qu'un pis-aller, l'exercice du rachat n'est qu'une faculté. Cette faculté de rachat est donc déterminante quant à la charge de l'aléa social, et ce d'autant plus que des clauses contraires, réglant la répartition des pertes et des gains, sont envisageables<sup>1051</sup>. Il a été admis, notamment, que le prix remboursé pouvait être minoré ou majoré pour tenir compte de l'évolution de la valeur du bien, objet du rachat.

L'économie de l'opération est modifiée, cependant, lorsque les parties ne conçoivent plus la résolution comme une simple faculté mais comme une véritable obligation. La nature de l'opération change alors, rendant la qualification de rachat inappropriée. Les parties s'assureront, dans ce cas, de la neutralité du transfert en prévoyant notamment la restitution des fruits. La question de l'obligation aux dettes quant à elle ne se posera pas puisque ce type d'opération porte le plus souvent sur des actions de société anonyme. Quant à la disparition des titres, la situation ne se présentera pas non plus, la durée du rachat étant généralement brève. Mais là encore, si le retour des titres dans le patrimoine du vendeur est conçu comme obligatoire, la disparition des titres devrait être mise à la charge du vendeur. Dans une telle hypothèse, on ne peut nier que l'aléa social est supporté par le vendeur. L'acquéreur n'est qu'un propriétaire temporaire, au même titre que l'emprunteur ou le créancier dans la pension, la garantie financière ou encore la fiducie. Si les finalités poursuivies peuvent être diverses, la propriété n'est jamais recherchée pour l'ensemble des attributs qu'elle confère et toujours indépendamment de l'aléa social. Dans certains cas, elle n'est transférée qu'à titre de garantie, dans d'autres afin de bénéficier de crédits d'impôts résultant de la perception des dividendes... Propriété juridique et propriété économique sont alors dissociées. Dans ce contexte, l'attribution du droit de vote à l'acquéreur n'est pas satisfaisante.

---

<sup>1051</sup> V. sur les modalités des ventes à rachat de titres : F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *préc.* V. égal. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 47.

### c. Le prêt

**175. – Présentation.** Seul le prêt d'actions retiendra notre attention ici. La nécessité d'un agrément, les formalités du transfert de propriété et les obligations fiscales rendent en effet peu attractif le prêt de parts sociales<sup>1052</sup>. Les finalités poursuivies répondent, en outre, à des considérations propres aux sociétés par actions.

Le prêt d'actions peut être régi par deux corps de textes différents.

Il peut, en premier lieu, être soumis aux articles L. 211-22 et suivants du Code monétaire et financier. Ces articles, introduits par la loi du 17 juin 1987 sur l'épargne, modifiée à plusieurs reprises, devaient régler une pratique en pleine expansion et jugée utile au bon fonctionnement des marchés<sup>1053</sup> en faisant disparaître les obstacles fiscaux qui l'entravaient jusqu'alors et en organisant des mécanismes de garantie. Parce que le législateur envisageait uniquement le prêt comme une opération de marché orientée vers l'amélioration de sa liquidité, le domaine du prêt réglementé était strictement délimité, plusieurs lois étant intervenues par la suite pour élargir son champ d'application<sup>1054</sup>. Ce prêt est expressément considéré comme un prêt de consommation, soumis aux articles 1892 à 1904 du Code civil<sup>1055</sup>. Il opère donc transfert de propriété des titres prêtés. L'emprunteur acquiert par conséquent la qualité d'associé, bénéficiant ainsi des droits qui sont attachés, et notamment du droit de vote.

Le prêt de titres peut, en second lieu, être soustrait à l'application des articles L. 211-22 et suivants du Code monétaire et financier pour être soumis au droit commun. En effet, le législateur de 1987 a entendu faciliter les prêts dans un certain nombre de cas, en posant notamment un principe de neutralité fiscale. Il n'a pas condamné, pour autant, tout recours au droit commun, moins favorable aux parties<sup>1056</sup>. Les actions n'étant en principe pas des choses

---

<sup>1052</sup> V. en ce sens M. JEANTIN, « Les prêts de titres », *Rev. sociétés* 1992, p. 465.

<sup>1053</sup> F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, « Le réméré, la pension et le prêt de titres », *Revue Banque* 1992, n° 524, p. 144, n° 525, p. 246 et n° 526, p. 361 ; Y. GUYON, *Les sociétés – Aménagements statutaires et conventions entre associés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2002, n° 262 ; M. JEANTIN, *préc.* ; F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Préf. L. Lorvellec, LGDJ, 1997, n° 12 ; K. BURKE, « Le prêt de titres internationaux, un service d'avenir à forte valeur ajoutée », *Banque* 1992, p. 970, spéc. p. 973.

<sup>1054</sup> Notamment : « *Les titres sont empruntés par une personne morale soumise de plein droit à un régime réel d'imposition, par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières, ou par une personne, société ou institution non résidente ayant un statut comparable* ». Art. L. 211-22 4° C. mon. fin.

<sup>1055</sup> Art. L. 211-22 3° C. mon. fin.

<sup>1056</sup> Une comparaison avec la location d'actions s'impose à cet égard (V. n° 147 et s.). Dans celle-ci, le législateur a autorisé une pratique auparavant interdite car l'attribution du droit de vote à un non-proprétaire, le locataire, exigeait une dérogation légale. Il ne l'a, en outre, rendu possible que sous des conditions restrictives et impératives. Les parties ne pourraient donc se soustraire au champ d'application de la loi pour échapper aux restrictions imposées par le législateur. Dans le prêt, à l'inverse, le législateur a facilité une pratique qu'il a jugée

consomptibles<sup>1057</sup>, le régime du commodat devrait leur être appliqué<sup>1058</sup>. Le prêt à usage est cependant de peu d'intérêt pour les parties puisqu'il ne permet pas le transfert de propriété, alors que là est l'effet recherché. Le droit de vote, notamment, reste au prêteur<sup>1059</sup>. Seul un prêt de consommation, emportant transfert de propriété, intéresserait donc les parties. L'absence de consomptibilité des actions pourrait sembler s'opposer à l'utilisation d'une telle technique en matière de droits sociaux<sup>1060</sup>. Leur fongibilité paraît cependant suffire à en admettre un prêt de consommation, dans la mesure où les parties conviennent que la restitution pourra porter sur une chose de même espèce<sup>1061</sup>. Si ce prêt est couramment pratiqué et sa validité généralement admise en doctrine, il faut toutefois mentionner les incertitudes qui l'entourent en l'absence de toute prise de position claire de la jurisprudence<sup>1062</sup>.

**176. – Aléa social.** Dans le prêt réglementé comme dans le prêt de consommation de droit commun, l'emprunteur acquiert ainsi la propriété des titres prêtés, et par conséquent la qualité d'associé et la titularité du droit de vote. Dans les deux cas encore, l'emprunteur, seul propriétaire, est considéré comme apporteur. Il succède, en effet, aux droits du prêteur. À l'issue du prêt, la propriété est re-transférée au prêteur qui succède aux droits de l'emprunteur et recouvre la qualité d'apporteur. Il n'est ainsi tenu aucun compte du caractère temporaire du transfert de propriété en droit des sociétés<sup>1063</sup>, contrairement à l'approche du droit comptable et du droit fiscal<sup>1064</sup>.

---

intéressante, celle-ci étant auparavant possible mais peu attractive. Rien n'interdit donc aux parties de se placer hors du champ de la loi : si le prêt ne réunit pas les conditions posées par l'article L. 211-22 du Code monétaire et financier, les parties ne bénéficieront pas du régime de faveur (V. cependant : F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 62 et 63).

<sup>1057</sup> Cependant, *contra* J.-B. HEINRICH, « Du prêt de titres », *Rev. jur. com.* 1992, p. 282.

<sup>1058</sup> Art. 1875 C. civ. « Le prêt à usage est un contrat par lequel l'une des parties livre une chose à l'autre pour s'en servir, à la charge par le preneur de la rendre après s'en être servi ».

<sup>1059</sup> Sur les prérogatives financières, V. par ex. Y. GUYON, *préc.*, n° 259 et n° 265.

<sup>1060</sup> Art. 1892 C. civ.

<sup>1061</sup> En ce sens, V. notamment : A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, 9<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011, n° 670 ; P. MALAURIE, L. AYNES et P.-Y GAUTIER, *ouvr. préc.*, n° 930 ; J.-B. HEINRICH, « Du prêt de titres », *Rev. jur. com.* 1992, p. 282 ; F. TERRE, *L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications*, LGDJ, 1956, n° 24 et s. V. aussi M. GRIMALDI et J.-F. ROUX, « La donation de valeurs mobilières avec réserve de quasi-usufruit », *D.* 1994, chron. p. 219. Sur la consomptibilité : PH. BONFILS, « La consomptibilité », *RRJ* 2003/1, p. 181.

<sup>1062</sup> V. Y. GUYON, « Le régime juridique des prêts de titres », *Rev. dr. bancaire*, mars-avr. 1988, p. 36 ; Y. GUYON, *Les sociétés – Aménagements statutaires et conventions entre associés*, *ouvr. préc.*, n° 259 ; Q. URBAN, « Prêter des actions à des administrateurs dans la stratégie des groupes des sociétés – une pratique juridique périlleuse », *JCP éd. G* 2002, n° 22, I, 232 ; F. MELIN, « Le prêt de consommation de valeurs mobilières : remarque sur la validité d'un instrument contesté », *Les Petites aff.* 2000, p. 4.

<sup>1063</sup> V. Y. GUYON, *préc.*, n° 263, au sujet du prêt réglementé : « Ce régime manque de cohérence, car la loi de 1987 a voulu concilier les inconciliables c'est-à-dire admettre que si l'emprunteur devient propriétaire des titres, le prêteur ne perd pas totalement cette même propriété ».

<sup>1064</sup> V. art. L. 211-24 à L. 211-26 C. mon. fin. et art. 38 bis CGI.



Mais, si l'on délaisse un instant l'analyse juridique pour une approche économique, on se rend compte aisément que l'emprunteur n'est pas un apporteur véritable<sup>1065</sup> et ne supporte pas l'aléa social. À cet égard, l'analyse de deux conventions-cadres couramment utilisées, GSMA<sup>1066</sup> et FBE<sup>1067</sup>, apporte un éclairage utile.

Remarquons au préalable que l'évolution de la valeur des titres pendant l'opération est indifférente à l'emprunteur<sup>1068</sup>. Quant aux sommes qui peuvent être versées par la société pendant l'opération au titulaire des actions, il s'engage à les verser immédiatement au prêteur, qu'il s'agisse par exemple de dividendes ou de sommes perçues du fait d'un amortissement du capital, selon les deux conventions<sup>1069</sup>. Lorsque la distribution a lieu autrement qu'en espèces, notamment en actions, l'emprunteur s'engage à les transférer immédiatement à son cocontractant<sup>1070</sup>. En matière de prêt réglementé, le Code monétaire et financier a d'ailleurs longtemps expressément prévu que « lorsque la période du prêt couvre la date de paiement des revenus attachés aux titres prêtés, le montant de la rémunération ne peut être inférieur à la valeur des revenus auxquels le prêteur a renoncé »<sup>1071</sup>. Le droit préférentiel de souscription dont viendrait à être titulaire l'emprunteur doit également être transféré immédiatement au prêteur, aux termes de la convention FBE<sup>1072</sup>. Selon la convention GSMA, il sera transféré à l'issue de l'opération, à moins qu'il doive être exercé avant le terme de celle-ci<sup>1073</sup>. Alors, l'emprunteur devra consulter le prêteur. Les conventions s'attachent encore à ce qu'il advient lors d'opérations susceptibles d'affecter la substance des droits sociaux, en prévoyant une consultation du prêteur<sup>1074</sup>. Mentionnons enfin qu'en cas de disparition des titres prêtés, l'obligation de restitution s'éteint<sup>1075</sup>. Elle ne peut en effet plus être exécutée, ni en nature ni en valeur. Le risque de disparition pèse donc sur le prêteur. La propriété de l'emprunteur paraît finalement vidée de tout contenu et semble bien éloignée de celle décrite à l'article 544 du Code civil, de telle sorte que l'on peut parler de dissociation entre la propriété juridique et la propriété économique.

---

<sup>1065</sup> V. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 25 : « Ainsi, l'emprunteur (...) ne réalise aucun apport. Il revêt la qualité d'apporteur acquise pour lui par un associé. Malgré cela, l'emprunteur est considéré comme un associé et devient administrateur. »

<sup>1066</sup> International Securities Lending Association, *Global Master Securities Lending Agreement*, janv. 2010, disponible sur [www.ird.gov.hk/eng/pdf/appsbla/gmsla2010.pdf](http://www.ird.gov.hk/eng/pdf/appsbla/gmsla2010.pdf). Elle est soumise au droit anglais et régit généralement les opérations internationales.

<sup>1067</sup> Fédération bancaire européenne, *Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers*, 2004 et *Annexe produit relative aux opérations de prêt de titres*, janv. 2001, disponible sur le site <http://www.fbf.fr>.

<sup>1068</sup> V. concernant les variations de valeur de la chose prêtée, M. PLANIOL et G. RIPERT, par A. ROUAST et R. SAVATIER, *Traité pratique de droit civil français*, t. 11, *Contrats civils*, LGDJ, 1932, n° 1145

<sup>1069</sup> Art. 6.2, International Securities Lending Association, *Global Master Securities Lending Agreement*, janv. 2010 ; art. 3 (1), FBE, *Annexe produit relative aux opérations de prêt de titres*, janv. 2001.

<sup>1070</sup> Art. 6.5, ISLA, *conv. préc.* ; art. 3 (4), FBE, *conv. préc.*

<sup>1071</sup> Ancien art. L. 432-7 du C. mon. et fin., abrogé par l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers.

<sup>1072</sup> art. 3 (3), FBE, *conv. préc.*

<sup>1073</sup> Art. 6.7, ISLA, *conv. préc.*

<sup>1074</sup> Art. 6.7, ISLA, *conv. préc.* ; art. 2 (6), FBE, *conv. préc.*

<sup>1075</sup> V. par ex. en ce sens Req. 25 fév. 1929, *DH* 1929, p. 161.

Ces conventions-cadres sont les plus utilisées. Mais lorsqu'elles ne le sont pas, il est fort probable que des clauses similaires soient utilisées. Il est en effet de l'essence de l'opération qu'elle soit neutre pour l'emprunteur – qui ne peut ni gagner ni perdre du fait de la détention d'actions, hors la commission qu'il verse au prêteur en rémunération du service rendu – et pour le prêteur – dont la situation patrimoniale doit rester inchangée.

L'emprunteur n'a donc aucun intérêt dans la société alors qu'il bénéficie des droits politiques, et notamment du droit de vote lorsque l'opération a lieu en période d'assemblée<sup>1076</sup>. Naît alors une situation qui a été qualifiée de « vote vide » (« *empty voting* »)<sup>1077</sup>. L'emprunteur peut être dénué de tout intérêt. Il peut parfois posséder des intérêts dans la société en d'autres qualités. S'il est déjà actionnaire, il accroîtra ainsi son pouvoir de vote temporairement afin de peser sur l'issue d'une assemblée. Il peut au contraire être intéressé « négativement », s'il gagne à la baisse de valeur des actions en raison d'actifs qu'il détient par ailleurs<sup>1078</sup>.

L'économie d'une telle opération a conduit récemment la cour d'appel de Versailles à refuser de considérer qu'une convention de prêt de consommation d'une action à un non-associé en vue de son entrée au conseil d'administration – les statuts prévoyant que chaque administrateur devait être propriétaire d'au moins une action –, opérait « *un transfert réel de propriété aux emprunteurs de l'action sur laquelle porte ledit "prêt"* »<sup>1079</sup>. Les juges s'appuient pour cela sur deux clauses de la convention de prêt. L'une prévoyait que l'emprunteur devait restituer l'action à première demande, non pas du prêteur, mais de la société. Les juges considèrent que cette clause est contraire à l'article 1892 du Code civil énonçant que l'emprunteur doit restituer au prêteur, et non à un autre, des choses de même qualité et de même espèce que la chose prêtée. La contrariété à l'article 1892 n'est toutefois pas évidente puisque la convention ne dispose aucunement que l'action devra être restituée à un autre : elle sera restituée, certes à la demande de la société, au prêteur. L'autre clause contestée prévoyait que les dividendes qui seraient éventuellement versés à l'emprunteur pendant la durée du prêt devraient être reversés au prêteur.

---

<sup>1076</sup> La convention ISLA prévoit d'ailleurs que l'emprunteur n'a aucune obligation de voter selon les instructions du prêteur, à moins de stipulation contraire (art. 6.6). La convention FBE ne prévoit rien.

<sup>1077</sup> V. H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *préc.* ; « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *préc.* ; C. CLERC, « Prêt de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *préc.* ; S. MARTIN et F. PARTNOY, « Encumbered shares », *préc.* ; T. AMICO et M. THOUCH, « L'empty voting », *Rev. dr. banc. fin.* oct. 2008, n° 5, p. 7 ; B. LE BARS et M. THOUCH, « La lutte contre le "vote fantôme" (shadow voting) : la solution n'est peut-être pas réglementaire », *Dr. sociétés, Actes prat.* nov.-déc. 2008, n° 102, p. 34. V. égal. A.-X. BRIATTE, « Exercice du droit de vote, activisme en assemblée générale et cession temporaire de titres », *Les Petites aff.* 4 août 2006, n° 155, p. 4.

<sup>1078</sup> Produits dérivés, intérêts quelconques dans une société dont la performance est corrélée à la société en question... C'est aussi le cas lorsque l'emprunteur vend les titres prêtés puis les rachète postérieurement pour les restituer au prêteur. Il effectue alors une plus-value si la valeur des titres a diminué.

<sup>1079</sup> Versailles, 12<sup>ème</sup> ch., sect 2, 25 fév. 2010, Hervey c/ SA Albert Menes, n° 2010-008203, *JCP éd. E* août-sept. 2010, p. 19, note D. GALLOIS-COCHET.

La cour considère qu'il s'agit là d'une restriction au droit de percevoir les fruits du propriétaire. L'emprunteur ne disposait donc pas d'une pleine et entière propriété. Là encore, la justification ne convainc pas : l'emprunteur ne renonce pas aux dividendes mais s'engage à en verser un montant équivalent au prêteur. Remarquons d'ailleurs que quelles que soient les stipulations de la convention, la propriété transférée étant temporaire, l'absolutisme du droit de propriété se retrouve mal dans l'institution du prêt de consommation. Un tel raisonnement revient donc à remettre en question la pratique même du prêt d'actions, voire plus généralement le prêt de consommation. Les juges s'appuient sur ces arguments pour conclure que la convention n'avait pas opéré transfert de propriété. Si la motivation de l'arrêt est contestable, la solution retenue par les juges a le mérite de souligner le malaise soulevé par cette institution.

Face à ce constat, il convient de s'interroger sur l'utilisation effective qui est faite du prêt de titres. Les pratiques que le législateur encourageait sont-elles les seules qui ont cours ?

**177. – Utilisations.** Originellement, le prêt d'actions était essentiellement destiné aux administrateurs et aux membres du conseil de surveillance. L'ancien article L. 225-25 alinéa 1<sup>er</sup> du Code de commerce prévoyait en effet que ceux-ci devaient être titulaires d'un nombre minimum d'actions déterminé par les statuts. Il était donc pratique pour les sociétés à la recherche d'administrateurs de faire appel à des non-actionnaires qui se voyaient transférer des titres mais qui devaient les restituer à la fin de leur mandat. Cette pratique facilitait la recherche d'administrateurs lorsque le cercle des actionnaires s'avérait trop restreint, tout en empêchant une modification de la répartition des pouvoirs au sein de l'actionnariat. Il était possible de s'interroger sur la validité d'une telle pratique qui contournait ouvertement une règle légale imposant, par la détention d'actions, que les administrateurs soient intéressés à la bonne marche de l'entreprise<sup>1080</sup>. Elle a cependant perdu de son utilité avec l'adoption de la loi du 4 août 2008<sup>1081</sup>, supprimant l'exigence de détention d'un nombre minimum d'actions par les

---

<sup>1080</sup> V. sur la validité des prêts consentis par une société à ses administrateurs pour siéger au conseil d'administration d'une filiale : A. COURET, « Le prêt de titres consenti par une société à un futur administrateur d'une filiale », *Bull. Joly* 2000, p. 477 ; Y. BALENSI, *Les conventions entre les sociétés commerciales et leurs dirigeants*, Préf. J. Hémar, *Economica*, 1975, n° 123 ; H. HUGUET, « Mise à disposition d'actions au profit de personnes physiques afin de leur permettre d'exercer des fonctions d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance dans les filiales non cotées d'un groupe », *Dr. sociétés* mars 1999, p. 4 ; S. LACHAT, « La mise à disposition d'actions de garantie », *Rev. sociétés* 1977, p. 423 ; INFOREG, « La validité du prêt de consommation d'actions pour constituer les actions de garantie des administrateurs de SA », *Cahiers de dr. de l'entreprise* 2008, n° 3, p. 51 ; Q. URBAN, *art. préc.* ; F.-X. LUCAS et P. NEAU-LEDUC, « Mise à disposition d'actions à des administrateurs ou à des membres du conseil de surveillance », *Dr. sociétés, Actes Pratiques* nov.-déc. 1999, n° 48, p. 7.

<sup>1081</sup> Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, nouvel art. L. 225-25 C. com.

administrateurs et la remplaçant par une simple possibilité ouverte à la société de leur imposer la détention d'actions de garantie<sup>1082</sup>.

Cette pratique mise à part, d'autres motivations peuvent animer les parties. Les objectifs poursuivis par le prêteur sont généralement clairs. Celui-ci peut entendre, en premier lieu, augmenter la rentabilité d'un portefeuille ou en diminuer le coût<sup>1083</sup>. Il perçoit en effet généralement une commission. Le prêt peut également répondre à des objectifs fiscaux. Il en est ainsi lorsque le prêteur ne peut bénéficier d'un crédit d'impôt auquel ses actions donnent pourtant droit<sup>1084</sup> ou lorsque le prêteur est soumis à un régime fiscal peu favorable de par sa nationalité. Il a alors intérêt à prêter ses titres à un tiers soumis à un régime fiscal plus favorable ou qui est en mesure de bénéficier d'un crédit d'impôt. Le gain ainsi réalisé sera partagé entre les cocontractants<sup>1085</sup>. Le prêteur peut, en second lieu, désirer sortir certains actifs de son bilan, sans pour autant se départir de ses titres<sup>1086</sup>, notamment lorsque des ratios prudentiels de détention lui sont imposés. Les finalités poursuivies par le prêteur sont moins claires lorsqu'il n'est autre que la société émettrice ou l'une de ses filiales<sup>1087</sup>. Alors, l'objectif peut être strictement financier. Il peut également consister, pour les dirigeants, à s'assurer d'une majorité facile, par l'exercice du droit de vote attaché aux actions prêtées par l'emprunteur. Le prêt peut encore être détourné de sa fonction première lorsque les titres prêtés sont en réalité donnés en garantie du remboursement de la somme versée par l'emprunteur.

Les motivations de l'emprunteur, quant à elles, sont moins évidentes. Contrairement à d'autres types de transferts temporaires, comme la pension ou la vente à réméré, l'objet même de

---

<sup>1082</sup> Pour un exemple d'utilisation du prêt de titres à cette fin, V. Versailles, 12<sup>ème</sup> ch., sect 2, 25 fév. 2010, Hervey c/ SA Albert Menes, n° 2010-008203, *préc.*

<sup>1083</sup> F. AUCKENTHALER, « Les transferts temporaires de titres », *RJDA* 1993, n°4, p. 243 ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 40 ; F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *préc.*

<sup>1084</sup> V. art. 77 et s. CGI, annexe II.

<sup>1085</sup> L'article L. 211-22 du C. mon. et fin. exclut les « transferts » de crédit d'impôt en interdisant que le prêt porte sur des titres qui sont susceptibles de faire l'objet d'un droit à dividende soumis à la retenue à la source prévue au 1° de l'article 119 bis ou à l'article 1678 bis du Code général des impôts ou ouvrant droit au crédit d'impôt prévu au b du 1 de l'art. 110 du même code. Cependant, cela n'exclut pas un prêt portant sur des titres dont le versement du dividende donnera lieu à une retenue à la source du fait que leurs titulaires n'ont pas leur domicile fiscal ou leur siège en France, aux termes de l'article. 119 bis 2° du CGI.

<sup>1086</sup> F. AUCKENTHALER, *préc.*

<sup>1087</sup> V. Forum européen du gouvernement d'entreprise, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, 20 fév. 2010, disponible sur le site <http://ec.europa.eu> : « Companies may have good reasons to lend such treasury shares to obtain a certain revenue from this otherwise unproductive investment. They may, however, also do so in order to allow the borrower to exercise the voting rights attached to these shares, as it is generally understood that the borrower acquires legal title to these shares. As the decision to lend treasury shares is taken by the board of directors, the board might use the securities lending to influence the outcome of a general meeting. » (Trad. Libre : « Les sociétés peuvent avoir des raisons légitimes de prêter de telles actions autodétenues, afin d'obtenir une rémunération de ce qui serait sinon un investissement non productif. Cependant, elles peuvent également procéder ainsi pour que l'emprunteur exerce les droits de vote attachés aux actions, puisqu'il est généralement tenu pour propriétaire. Comme la décision de prêter des actions autocontrôlée est généralement prise par le conseil d'administration, il n'est pas exclu qu'il utilise le prêt pour influencer l'issue des assemblées »).

l'opération réside dans le transfert des titres. La rémunération versée au prêteur n'est normalement que l'accessoire de l'opération<sup>1088</sup>. Les motifs de l'emprunteur et l'usage qu'il entend faire des titres méritent donc attention. Il semblerait que l'utilité principale du prêt réside aujourd'hui dans la possibilité d'obtenir des titres à bas coût et à brève échéance lorsque le futur emprunteur est soumis à une obligation de livraison de titres dont il ne dispose pas<sup>1089</sup>. Utilisé dans le cadre d'une vente à découvert, il favorise la liquidité du marché et la pratique serait, en cela, bénéfique. C'est d'ailleurs pour cette raison que le législateur de 1987 avait encouragé le prêt en allégeant les contraintes fiscales qui pesaient sur les parties. L'emprunteur, s'il est soumis à des ratios prudentiels de détention, peut encore vouloir faire provisoirement entrer dans son portefeuille des titres spécifiques<sup>1090</sup>.

Des statistiques montrent toutefois que la pratique des prêts d'actions connaît une recrudescence en période d'assemblée<sup>1091</sup>. Or les utilisations précitées ne permettent pas d'expliquer ce phénomène. Il est généralement soutenu que le prêt est réalisé pour que l'emprunteur bénéficie du dividende et non pour des raisons tenant au droit de vote<sup>1092</sup>. Le prêt de titres en période d'assemblée répondrait donc essentiellement à des considérations fiscales. Pourtant, les avantages fiscaux liés à un prêt de titres sont réduits<sup>1093</sup>, du moins lorsqu'il s'agit d'un prêt réglementé. En outre, il faut remarquer que le titulaire de la créance de dividende n'est pas nécessairement le votant : la date de détermination du titulaire du droit au dividende n'est en effet pas la même que la date de détermination du titulaire du droit de vote. Dans les sociétés cotées, le titulaire du droit de vote est celui qui est enregistré comptablement trois jours avant l'assemblée, c'est-à-dire celui qui a négocié son titre au moins trois jours avant l'assemblée<sup>1094</sup>. En ce qui concerne les dividendes, la résolution fixant le principe de son versement détermine également une date de mise en paiement et une date d'enregistrement en vue du paiement. Tous

---

<sup>1088</sup> F. GUERANGER et A. LUNEL-JURGENSEN, *préc.*, spéc. p. 249.

<sup>1089</sup> V. notamment F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 33.

<sup>1090</sup> F. AUCKENTHALER, « Les prêts de titres », *J.-Cl. sociétés fasc. 2125*, mai 2012, n° 8 ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 32.

<sup>1091</sup> V. AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, *préc.*, p. 28 ; B. DRUMMOND, *art. préc.* : « *University of Pennsylvania finance professor David Musto and colleagues are studying whether traders are borrowing shares in order to obtain votes to help influence corporate elections. (...) Looking at stock loans from one bank's client accounts in the period between November 1998 and October 1999, Musto's group found that borrowing on companies' record dates jumped an average of 24 percent over lending volume during the surrounding 20 days.* » (traduction libre : « *Le professeur de finance de l'Université de Pennsylvanie David Musto et ses collègues étudient si les traders empruntent des actions aux fins d'exercer les droits de vote pour influencer la nomination des dirigeants. Examinant les prêts de titres à partir des comptes des clients d'une banque entre novembre 1998 et octobre 1999, le groupe dirigé par Musto a montré que les emprunts augmentaient d'environ 24 % en volume dans une période de 20 jours autour de la date d'enregistrement* »).

<sup>1092</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, *préc.*, p. 28 ; AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008, disponible sur le site <http://www.amf-france.org/>.

<sup>1093</sup> V. *supra*.

<sup>1094</sup> V. *supra* n° 151.

les propriétaires d'actions à cette seconde date se verront verser le dividende voté. Plus précisément, ce seront généralement ceux qui auront négocié leur titre au moins trois jours avant cette date qui bénéficieront du dividende, le délai de règlement-livraison étant de trois jours. Au contraire, ceux ayant acquis leur titre deux jours ou moins avant la date d'enregistrement ne pourront le percevoir – J-2 est appelé date de détachement du dividende<sup>1095</sup>. La date d'enregistrement en vue du paiement des dividendes est postérieure à l'assemblée : il s'écoule souvent un délai d'un à deux mois avant que ceux-ci soient versés. Le votant n'est donc pas nécessairement le titulaire de la créance de dividende et l'explication de l'augmentation du volume des prêts en période d'assemblée par la volonté de l'emprunteur de percevoir le dividende n'apporte pas pleinement satisfaction.

On ne peut évidemment être certain de l'utilisation des titres prêtés en période d'assemblée : les assemblées générales n'étant pas publiques, il est difficile d'en connaître les ressorts<sup>1096</sup>. On ne peut que constater qu'emprunter des titres est une manière simple et peu coûteuse<sup>1097</sup> d'obtenir le droit de vote aux assemblées, sans subir le risque social. Un emprunt de très courte durée permet d'ailleurs d'atteindre un tel objectif : il suffit que les titres soient empruntés lors de la date d'enregistrement. La rédaction de *Codes de bonnes pratiques* conseillant aux prêteurs de rapatrier les titres en période d'assemblée atteste également du développement de l'emprunt aux fins de voter<sup>1098</sup>. La forte croissance de l'utilisation des prêts de titres peut d'ailleurs être mise en relation avec la montée de l'activisme actionnarial<sup>1099</sup>. Plusieurs exemples témoignent

---

<sup>1095</sup> V. Art. 570-6 RG AMF ; Art. p. 2.3.3 Règles de marché d'Euronext, Livre II, Règles particulières applicables aux marchés réglementés français ; Instruction Euronext paris n3-06, disponible sur [www.euronext.com](http://www.euronext.com). V. égal. sur le processus de paiement du dividende, J.-J. DAIGRE, note sous 23 oct. 1984, *Rev. sociétés* 1986, p. 97, spéc. p. 102 ; J. HAMEL, G. LAGARDE et A. JAUFFRET *Droit commercial*, t. 1, 2<sup>ème</sup> vol., *Sociétés - Groupements d'intérêt économique - Entreprises publiques*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1980, n° 729.

<sup>1096</sup> V. Shearman and Sterling, ISS and ECGI, *Proportionality Principle in the European Union*, rapp. préc., spéc. p. 9 : « *Share lending, derivatives and related techniques would be worth studying. However, it is very difficult to do so in practice, due among other things to a lack of transparency.* » (Trad. Libre : « *Il serait utile d'étudier le prêt d'actions, les dérivés et les techniques apparentées. Cependant, cela s'avère très difficile en pratique, du fait notamment du manque de transparence* »).

<sup>1097</sup> Une garantie n'est en effet pas systématiquement demandée aux emprunteurs. Même si elle est requise, l'emprunt mobilise moins de capitaux qu'un achat et permet à l'emprunteur de ne pas courir le risque social.

<sup>1098</sup> V. International Corporate Governance Network, *Stock Lending Code of Best Practices*, disponible sur <http://www.icgn.org> ; Securities lending and Repo Committee, *Securities Borrowing and Lending Code of Guidance*, disponible sur <http://www.bankofengland.co.uk> ; Association française de gestion, *Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat*, 2009, disponible sur <http://www.afg.asso.fr/>.

<sup>1099</sup> V. P. MYNERS, *Review to the impediment to voting UK shares*, janv. 2004, Report of P. Myners to the Shareholding Voting Working Group, disponible sur le site : <http://www.jpmorgan.com>. V. égal. P. MYNERS, *Review to the impediment to voting UK shares – Progress – one year on*, mars 2005 et *Review to the impediment to voting UK shares – An update on progress*, nov. 2005 ; Statement of the European Corporate Government Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Position, 20 févr. 2010, disponible sur <http://ec.europa.eu> : « *Borrowing of shares, or securities lending, fulfils a useful role in the functioning of financial markets. It may however be used to allow the borrower to vote although he is not exposed to the corresponding financial risk.* » (Trad. Libre : « *L'emprunt d'actions joue un rôle utile dans le fonctionnement des marchés financiers. Il peut toutefois être utilisé afin de permettre à l'emprunteur de voter alors qu'il ne subit pas le risque financier correspondant* »). G. RAAIJMAKERS, « *Securities lending and corporate government* », publié en danois dans *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer, The Netherlands 2005, p. 241-255, disponible en anglais sur <http://papers.ssrn.com> : « *Increasingly, there are suspicions – which are difficult to prove – that*

non seulement d'un exercice du droit de vote attaché à des titres prêtés mais encore d'un exercice indu. La littérature anglo-saxonne est abondante en la matière<sup>1100</sup>, le prêt d'actions s'y étant développé plus précocement qu'en France<sup>1101</sup>. Ces illustrations restent cependant rares puisqu'il faut le plus souvent attendre que l'affaire soit portée en justice pour qu'elle soit divulguée. Quelques unes peuvent toutefois être brièvement exposées<sup>1102</sup>.

**178. – Exemples d'emprunts aux fins de voter.** Un premier exemple pouvant être cité est celui de *Perry Corporation*, un fonds américain ayant effectué un emprunt afin de garantir la réalisation d'une fusion en 2004<sup>1103</sup>. Le fonds détenait une participation importante dans un laboratoire nommé *King Pharmaceuticals*. Une fusion entre le laboratoire et une autre société, *Mylan*, était projetée à une parité d'échange très avantageuse pour les actionnaires du premier. Cette parité était contesté par les actionnaires du second qui s'opposaient majoritairement à la fusion. Celle-ci nécessitait pourtant l'approbation des assemblées générales des deux sociétés. *Perry* acquit alors 9,9 % du capital de *Mylan* afin d'influer sur l'assemblée générale qui devait décider de la fusion. L'acquisition pure et simple d'actions lui aurait permis de réaliser un gain en tant qu'actionnaire de *King Pharmaceuticals*, mais une perte en tant qu'actionnaire de *Mylan*. Pour éviter cette perte, *Perry* couvrit sa position par l'acquisition d'un certain nombre de produits dérivés<sup>1104</sup>

---

*shares are being borrowed with the sole aim of influencing the outcome of shareholders' meetings. It is easy to imagine that the temptation to do so may be great. After all, securities lending makes it easy to take control for a few days of a large block of shares which can be used to cast a crucial vote at the shareholders' meeting of the respective company. The decision-making can therefore be greatly influenced by persons who have no economic interest in the company* ». (Trad. libre : « Il existe des suspicions de plus en plus fortes – difficiles à prouver – que des actions sont empruntées dans le seul objectif d'influencer l'issue des assemblées d'actionnaires. Il est aisé de concevoir que la tentation d'agir ainsi est importante. Après tout, l'emprunt d'actions permet d'acquérir aisément, pour quelques jours, un large bloc d'actions, pouvant être utilisé pour émettre un vote décisif à l'assemblée de la société en question. La prise de décision peut ainsi être fortement influencée par des personnes qui n'ont aucun intérêt économique dans la société »).

<sup>1100</sup> V. les premiers travaux en la matière : H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *préc.* et « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *art. préc.* V. égal. S. MARTIN et F. PARTNOY, *préc.* ; B. DRUMMOND, « Corporate voting charade », *Bloomberg Markets* avr. 2006, p. 97.

<sup>1101</sup> V. C. CLERC, « Prêt de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *préc.* ; T. AMICO et M. TOUCH, « L'empty voting », *préc.* ; M. SIMON BLAVIER, « Le prêt de titres : outil financier ou arme pour les activistes ? », *Lettre de l'AFGE* déc. 2005, n° 8, p. 15.

<sup>1102</sup> Pour de plus amples développements : H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *art. préc.* ; « Debt, Equity, and Hybrid Decoupling : Governance and Systemic Risk Implications », 14 *European Financial Management* 2008, 663 ; « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *art. préc.* ; C. CLERC, « Prêt de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *art. préc.*

<sup>1103</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *rapp. préc.*, janv. 2008, spec. p. 1 ; C. CLERC, *art. préc.* ; J. COHEN, « Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », *Harvard journal on legislation* 2008, vol. 45, p. 237 ; H. HU et B. BLACK, *art. préc.* ; S. MARTIN et F. PARTNOY, *préc.* ; A.R. SORKIN, « Nothing Ventured, Everything Gained », *The New York Times*, 2 déc. 2004 ; A.R. SORKIN, « Icahn Accuses a Hedge Fund of Stock Manipulation », *The New York Times*, 13 déc. 2004 ; A.R. SORKIN, « Nothing Ventured, Everything Gained », *The New York Times*, 2 déc. 2004 ; D.A. KATZ, « Shareholder Activism in 2004 and Implications for 2005 », *N.Y.L.J.* 5 (2005) ; J. EISINGER, « Icahn Cries Foul at Perry's No-Risk Play in Takeover Fight », *Wall Street Journal*, 15 décembre 2004.

<sup>1104</sup> V. égal. *infra* n° 228.

et emprunta également des titres. Par ce biais, il s'assura la majorité des suffrages, sans subir le risque social. L'affaire apparut en pleine lumière quand l'un des actionnaires principaux de *Mylan* a attiré *Perry* en justice. Les poursuites furent cependant abandonnées après transaction avec la SEC<sup>1105</sup> et la fusion a échoué pour d'autres raisons.

Un autre exemple, intéressant en ce qu'il combine ventes à découvert et emprunt limité à la date d'enregistrement, est l'affaire *Henderson Investment* (Hong Kong)<sup>1106</sup>. L'actionnaire majoritaire de *Henderson Investment* avait lancé une offre publique de rachat sur les actions de sa filiale à un prix attractif. Les actionnaires soutenaient très majoritairement cette offre et le cours des titres avait considérablement augmenté. Or l'offre fut rejetée par les actionnaires de la filiale à une faible majorité<sup>1107</sup>. Une étude plus approfondie des mouvements des actions d'*Henderson* avant l'assemblée générale suggéra que des actions avaient été empruntées à la date d'enregistrement par des acteurs restés anonymes qui avaient ensuite voté. Une partie d'entre elles auraient également été vendues à découvert, les vendeurs profitant de la forte baisse des titres qui avait fait suite au rejet de l'offre.

Ces exemples sont révélateurs des manipulations dont le droit de vote peut être l'objet. Ils ne sont pas isolés. D'autres affaires pourraient encore être évoquées : le cas *Hewlett Packard* dans la fusion avec *Compaq*<sup>1108</sup>, l'affaire *Laxley Partner/British Land*<sup>1109</sup>, l'affaire *P&O Princess*<sup>1110</sup>...

**179. – Intervention des autorités de régulation.** La fréquence des emprunts aux fins de voter a incité les autorités à réfléchir à l'opportunité de réglementer la pratique. Le Royaume-Uni a été le premier à agir, avec la commande de rapports réguliers sur cette problématique par l'autorité de régulation financière britannique. Les rapports rédigés<sup>1111</sup> soulignent l'utilisation de plus en plus

---

<sup>1105</sup> SEC, 1934 Release n° 60351, July 21, 2009.

<sup>1106</sup> V. « Asian Hedges Funds undermine lending », *International Securities Finance* mars 2006, issue 59 ; P. CHENG, « Hedge funds find loophole in H. K. Voting rules enable investors to disguise their intentions », *International Herald Tribune*, 16 février 2006 ; A. FREW MCMILLAN, « Hong Kong studying voting issues on borrowed shares », *préc.* V. égal. H. HU ET B. BLACK, *art. préc.*, spéc. p. 834 et 835.

<sup>1107</sup> Le rejet de l'offre nécessitait une majorité de 10 % du capital flottant, selon la législation de Hong Kong. Une partie importante du capital étant déjà détenue par la société mère, il fallait acquérir seulement 2,5 % du capital afin de détenir la majorité de 10 %. La proposition a été rejetée à une majorité de 2,7 %.

<sup>1108</sup> H. HU ET B. BLACK, *art. préc.* ; A.R. SORKIN, *préc.*

<sup>1109</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *préc.*, spec. p. 1 ; S. MARKS, « British Land slams shareholder Laxey », *London Evening Standard*, 16 juillet 2002. V. le site Internet de la société British Land qui explique cet épisode de la vie sociale : <http://www.britishland.com/aboutus/history/history6>.

<sup>1110</sup> S. E. K. CHRISTOFFERSEN, CH. C. GECZY, D. K. MUSTO, et A.V. REED, « Vote Trading and Information Aggregation », *ECGI Working Paper* n° 141/2007, janv. 2007, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=686026>.

<sup>1111</sup> P. MYNERS, *Review to the impediment to voting UK shares*, janv. 2004, *préc.* : « Not all beneficial owners are aware that when shares are lent the vote is transferred with the shares. (...) In meeting with pension trustees and their advisers, I have not always been convinced that this elementary but critical point has been grasped. In addition, I am aware that on occasion shares can



fréquente des emprunts de titres à des fins de vote sans, le plus souvent, que le prêteur ne soit pleinement conscient de l'utilisation qui est faite de ses actions. En France, l'Autorité des marchés financiers a réuni un groupe présidé par Monsieur Mansion chargé de travailler sur le thème de l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires<sup>1112</sup>. La légitimité du prêt de titres en période d'assemblée a notamment été envisagée. Les membres du groupe n'étant pas parvenus à un accord, seuls ont été préconisés le rapatriement des titres en période d'assemblée et la transparence des opérations. Les réponses à la consultation lancée par l'AMF étaient également partagées<sup>1113</sup>. Un nouveau groupe de travail présidé par Monsieur Mansion a alors été réuni sur la question spécifique du prêt-emprunt en période d'assemblée<sup>1114</sup>. Celui-ci présente un éventail de solutions envisageables : utilisation des voies de droit existantes, renforcement des obligations de transparence, privation temporaire du droit de vote. Ce rapport n'a pour l'instant abouti qu'à la consécration d'une nouvelle obligation d'information<sup>1115</sup>.

Au niveau communautaire, la question a été soulevée dans une étude menée sur le principe de proportionnalité du vote dans les sociétés<sup>1116</sup>. Aucune conclusion n'en a cependant été tirée. Plus récemment, le Forum européen sur le gouvernement d'entreprise a publié une déclaration soulignant le problème posé par la séparation entre propriété économique et juridique, entre autres par le recours au prêt d'actions<sup>1117</sup>. Il préconise notamment le rapatriement des titres par le prêteur en période d'assemblée. Il souligne également que les sociétés détenant leurs propres actions ne devraient les prêter que s'il est prévu que l'emprunteur n'exerce pas son droit de vote. Il propose enfin la consécration d'un principe général en droit des sociétés aux termes duquel celui qui vote aux assemblées doit courir le risque social inhérent à la détention des actions dont le droit de vote est exercé. L'autorité européenne des marchés financiers a encore lancé une consultation sur le vote vide et l'attention y a été attirée notamment sur l'emprunt d'actions<sup>1118</sup>.

---

*be borrowed for the express purpose of acquiring votes.* » ; P. MYNERS, *Review to the impediment to voting UK shares – Progress – one year on*, mars 2005, préc. ; *Review to the impediment to voting UK shares – An update on progress*, nov. 2005, préc.

<sup>1112</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, 15 sept. 2005, préc.

<sup>1113</sup> AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique sur le rapport du groupe de travail sur l'amélioration de l'exercice du droit de vote des actionnaires en France*, 16 décembre 2005, p. 5, disponible sur le site <http://www.amf-france.org/>.

<sup>1114</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008, préc.

<sup>1115</sup> V. *infra* n° 260.

<sup>1116</sup> V. Shearman and Sterling, ISS and ECGI, *Proportionality Principle in the European Union*, préc. ; M. BURKART et S. LEE, *The one share - one vote debate : a theoretical perspective*, mai 2007, spéc. p. 3, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>.

<sup>1117</sup> *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, préc.

<sup>1118</sup> ESMA, *Feedback Statement – Call for evidence on empty voting*, 29 juin 2012, disponible sur <http://www.esma.europa.eu/>.

#### d. La vente avec réserve de propriété

**180. – Présentation.** Nous avons vu que la clause de réserve de propriété était d'une efficacité plus réduite lorsqu'elle porte sur des droits sociaux que lorsqu'elle porte sur des biens corporels, car elle ne suffit pas à conférer le droit de vote à l'acheteur. Il en résulte que le droit de vote et la propriété ne sont pas dissociés<sup>1119</sup>. Peut-on, pour autant, considérer que le vendeur bénéficiant d'une clause de réserve de propriété subit l'aléa social ? Une réponse négative s'impose.

**181. – Réserve de propriété et aléa.** L'adage *res perit domino*<sup>1120</sup> ne doit pas faire illusion. Cette règle ne s'applique en effet qu'à défaut de manifestation contraire de volonté et, le plus souvent, les parties auront pris soin de stipuler que la chose est au risque de l'acheteur<sup>1121</sup>. Surtout, ce que l'on entend par risque en matière de transfert de propriété ne correspond pas à la notion d'aléa social. Le risque au sens de l'adage est le risque que la chose disparaisse. En matière de droits sociaux, cette hypothèse se réalise lors d'une réduction de capital par annulation d'actions ou de la dissolution de la société<sup>1122</sup>. Le risque de perte est donc d'acceptation plus large que le risque en matière de transfert de propriété et l'aléa inclut en outre les chances de gain.

Qui donc du vendeur ou de l'acheteur assume l'aléa social ? En ce qui concerne les dividendes, d'abord, entre la date de la vente et celle du transfert de propriété, l'acheteur se verra reverser les dividendes éventuellement perçus par le vendeur demeuré propriétaire. Ensuite, quant à l'aléa résultant de l'appréciation ou de la dépréciation des titres, s'il influe sur le patrimoine du vendeur pendant l'opération, il pèse *in fine* sur l'acheteur. En effet, la vente étant parfaite dès sa conclusion, l'acheteur a l'obligation de transférer le prix et a donc vocation à acquérir les titres<sup>1123</sup>. Ce n'est qu'en cas de non-paiement du prix qu'il en sera autrement. Dans cette hypothèse cependant, si la valeur des titres a augmenté et excède le montant de la créance,

---

<sup>1119</sup> V. *supra* n° 143 et s.

<sup>1120</sup> V. Affaire *Mecarex*, Cass. com. 20 nov. 1979, *préc.* V. égal. pour un arrêt relatif à une cession de parts sociales : Cass. com. 11 juin 1985, n° 84-10913, *Bull. civ. IV* 1985, n° 190, p. 159.

<sup>1121</sup> V. F. PEROCHON, « La clause de réserve de propriété », *Les principales clauses des contrats conclus entre professionnels*, Colloque de l'Institut de Droit des affaires d'Aix-en-Provence des 17 et 18 mai 1990, PUF, 1990, p. 35, spéc. n° 29 ; R. BONHOMME, « La dissociation des risques et de la propriété », in *Liber amicorum Jean Calais-Auloy, Études de droit de la consommation*, Dalloz, 2004, p. 69 et spéc. n° 9 et s.

<sup>1122</sup> Sur cette question, V. M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 693 ; Pour un exemple V. Cass. com. 11 juin 1985, *préc.* ; Cass. com. 19 nov. 1989, *préc.* V. égal. Cass. com. 7 déc. 1993, n° 91-22217, *Bull. civ. IV* 1993, n° 466, p. 339 ; *Bull. Joly* 1994, p. 180, note T. LAMBERT ; *Rev. sociétés* 1994, p. 72, note Y. CHARTIER.

<sup>1123</sup> Au niveau comptable et fiscal, l'opération est analysée comme s'il y avait eu transfert immédiat de propriété. V. G. BLANLUET, *ouvr. préc.*, n° 187 et s. ; B. JALAUD, « La clause de réserve de propriété et le droit fiscal », in *La clause de réserve de propriété*, colloque sous la direction de W. Garcin et J. Thieffry, Paris, 1980, Librairies techniques, 1981, p. 219 ; CL. PEROCHON, « Les aspects comptables de la réserve de propriété », in *ouvr. préc.*, p. 135. V. égal. P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 23 et s., qui considère que la qualification de propriété-garantie, qu'il confère à la clause de réserve de propriété, suppose que l'issue normale de l'opération soit le transfert de la propriété du bien au débiteur.

« le créancier doit au débiteur une somme égale à la différence »<sup>1124</sup>. Le gain profite donc à l'acheteur. Si les titres se sont dépréciés, « la valeur du bien repris est imputée, à titre de paiement, sur le solde de la créance garantie »<sup>1125</sup>. Le créancier verra ainsi diminuer ses chances de paiement. Mais sa dette ne sera pas pour autant éteinte et il n'est pas dit qu'il ne pourra la recouvrer. Il ne subit là que le risque supporté par tout créancier. Concernant la perte des titres, par ailleurs, en cas de dissolution de la société avant le transfert de la propriété, si les apports ne peuvent être récupérés, le risque pèse sur le vendeur à défaut de convention contraire. Il serait toutefois dans l'esprit de l'opération que les parties en disposent autrement. Si les apports peuvent être récupérés, une interprétation par analogie de l'article 2372<sup>1126</sup> commanderait de considérer qu'ils sont subrogés aux droits sociaux. Ils devraient en être de même des autres sommes ou droits perçus pendant l'opération : les sommes résultant d'un amortissement du capital ou les titres acquis suite à l'exercice d'un droit de souscription devraient suivre le sort des titres vendus et bénéficier *in fine* au seul acheteur, venant ainsi élargir l'assiette de la garantie. Enfin, concernant la responsabilité illimitée des associés, le cas échéant, la question est plus complexe. Seules les dettes nées entre la conclusion de la vente et le transfert de propriété sont toutefois concernées ici. Seul le vendeur, propriétaire et associé, engage sa responsabilité. Cela ne concerne, cependant, que l'obligation aux dettes et la contribution aux pertes eu égard aux autres associés. Entre cocontractants toutefois, il correspondrait à l'esprit de l'opération que les dettes nées après la réalisation de la vente soient mises à la charge de l'acheteur.

**182. – Conclusion.** Ces éléments soulignent l'inadaptation du mécanisme aux cessions de droits sociaux. Le vendeur est considéré comme propriétaire et devrait en tant que tel se voir reconnaître la qualité d'associé et les prérogatives qui en découlent. Pourtant, sa propriété n'est plus qu'une propriété-garantie, de nature temporaire, éloignée de la notion de propriété telle que définie à l'article 544 du Code civil<sup>1127</sup>. Le vendeur n'entend plus se comporter comme un associé et exercer les prérogatives attachées aux titres. Ainsi, « la propriété (...) du vendeur avec clause de réserve de propriété est un ectoplasme ou une chimère, si ce n'était l'exclusivité du droit de laquelle dépend son maintien »<sup>1128</sup>. Dans ces conditions, rien ne justifie plus que le droit de vote lui soit octroyé.

---

<sup>1124</sup> Art. 2371 al. 3 C. civ.

<sup>1125</sup> Art. préc. al. 2. V. égal. antérieurement, Cass. com. 1<sup>er</sup> oct. 1985, *Bull. civ. IV* 1985, n° 222, p. 184; *D.* 1986, p. 246, note M. CABRILLAC. V. égal. PH. JESTAZ, « La réserve de propriété ou la vente éclatée », in *Mélanges D. Holleaux*, Litec, 1990.

<sup>1126</sup> « Le droit de propriété se reporte sur la créance du débiteur à l'égard du sous-acquéreur ou sur l'indemnité d'assurance subrogée au bien ».

<sup>1127</sup> V. parlant de « propriété virtuelle », R. BONHOMME, « La dissociation des risques et de la propriété », *art. préc.*, n° 10.

<sup>1128</sup> G. BLANLUET, *ouvr. préc.*, n° 1. V. égal. PH. THÉRY, *Sûretés et publicité foncière*, 2<sup>ème</sup> éd., PUF, 1998, n° 330 : « Le vendeur n'aurait plus la pleine propriété, mais seulement la possibilité de "recouvrer la plénitude de son droit en cas de défaillance du débiteur." » ; R. LIBCHABER, « Une fiducie française, inutile et incertaine », in *Mélanges Ph. Malaurie*,

## e. Les cessions de droits sociaux étalées dans le temps

**183. – Présentation.** La problématique des cessions de droits sociaux étalées dans le temps – ayant fait l’objet de plusieurs arrêts discutés de la Cour de cassation – est bien connue. Lorsqu’une participation importante est cédée, il est fréquent que les parties échelonnent la cession dans le temps, ce pour des raisons variées. Le cessionnaire peut requérir la présence du cédant pendant un certain temps pour ménager une période de transition. Le financement de l’acquisition peut encore expliquer cet étalement<sup>1129</sup>. Le plus souvent, l’opération passe par la conclusion de promesses croisées. Parfois, une seule promesse est conclue, afin d’éviter une requalification en promesse synallagmatique valant vente<sup>1130</sup>, susceptible d’engendrer notamment des conséquences fiscales. Pour autant, dans les deux cas, le principe de la cession est fixé. Un prix a été négocié, généralement un prix plancher qui pourra être adapté selon des modalités déterminées.

**184. – Dissociation propriété / aléa.** On ne peut alors nier que le cédant est affranchi de tout aléa. Le prix de rachat étant fixé, il ne peut subir la dépréciation des titres ni bénéficier de leur appréciation<sup>1131</sup>. En ce sens, il existe une dissociation entre aléa et propriété et donc entre aléa et vote. Pour autant, la fixation du prix ne résulte pas de la volonté du cédant de s’affranchir de l’aléa social<sup>1132</sup>. La clause de prix n’est que la modalité nécessaire d’une opération plus vaste dont la légitimité ne peut être mise en doute. On comprend ainsi que la Cour de cassation affirme la validité d’une telle convention puisque « [son] objet [n’est] autre, sauf fraude, que d’assurer, moyennant un prix librement convenu, la transmission de droits sociaux »<sup>1133</sup>. Le cédant perdra bientôt sa qualité

---

Defrénois, 2005, p. 302, spéc. p. 321 : « Bien sûr, à s’en tenir aux apparences, le vendeur paraît avoir conservé la propriété de la chose. Mais c’est d’une singulière propriété qu’il s’agit, puisqu’il ne dispose sur la chose vendue d’aucun droit qui rappelle l’article 544 (...). Inversement, l’acheteur non propriétaire se trouve non seulement investi de la chose, mais il lui est loisible de l’utiliser à sa guise, jusqu’à pouvoir la vendre ou la détruire par l’usage qu’il en fait ».

<sup>1129</sup> V. par ex. T. FORSCHBACH, note sous Cass. com. 10 janv. 1989, D. 1990, p. 250.

<sup>1130</sup> Art. 1589 du C. civ. : « La promesse de vente vaut vente, lorsqu’il y a consentement réciproque des deux parties sur la chose et le prix ». V. en ce sens : Cass. com. 16 janv. 1990, n° 88-16265 ; D. somm. p. 177, note J.-Cl. BOUSQUET et G. BUGEJA ; JCP éd. G 1991, II, 21748, note CH. HANNOUN ; RTD civ. 1990, p. 462, note J. MESTRE ; Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 26 juin 2002, n° 00-20244, Defrénois 2002, p. 1261, note E. SAVAUX ; JCP éd. E 2003, p. 542, n° 3, note D. MAINGUY ; RTD civ. 2003, p. 77, note J. MESTRE et B. FAGES ; Cass. com. 22 nov. 2005, n° 04-12183, Bull. civ. IV, n° 234, p. 256 ; D. 2006, Pan., p. 2638, note S. AMRANI MEKKI ; D. 2006, p. 2793, note J. MOURY ; D. 2007, pan., p. 267, note J.-Cl. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; JCP éd. E 2006, p. 1463, note A. CONSTANTIN ; Defrénois 2006, p. 605, note R. LIBCHABER ; Dr. et patrimoine oct. 2006, p. 30, note C. GRIMALDI ; RTD civ. 2006, p. 149, note J.-F. BARBIERI ; RTD civ. 2006, p. 302, note J. MESTRE et B. FAGES.

<sup>1131</sup> Une clause de révision lui permettra parfois de profiter d’une hausse de valeur des droits sociaux.

<sup>1132</sup> V. F.-X. LUCAS, « Promesses d’achat de droits sociaux, à prix garanti et prohibition des clauses léonines. – À la recherche de la cohérence perdue... », JCP éd. E 2000, n° 5, p. 168.

<sup>1133</sup> V. Cass. com. 20 mai 1986, n° 85-16716, Bull. civ. IV 1986, n° 95, p. 81 ; Bull. Joly 1986, p. 618 ; Defrénois 1987, p. 609, note J. HONORAT ; JCP éd. E 1986, I, 15846, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; RTD com. 1987, p. 66, obs. C. CHAMPAUD et P. LE FLOCH, et p. 205, obs. Y. REINHARD ; Cass. com. 10 janv. 1989, n° 87-12157, Bull. civ. IV 1989, n° 19, p. 11 ; Bull. Joly 1989, p. 256, note P. LE CANNU ; JCP éd. G 1989, II, 15492,

d'associé, tandis que le cessionnaire est un associé en devenir. Dans ces circonstances, l'attribution du droit de vote au cédant pendant cette période transitoire ne paraît pas illégitime. D'ailleurs, lorsque la cession est étalée dans le temps pour organiser une période transitoire où cédant et cessionnaire géreront ensemble les affaires de la société, n'est-ce pas dans l'intérêt de l'entreprise dans toutes ses composantes que les prérogatives sociales continuent d'être exercées par le cédant ?

En cela, la problématique est bien différente de celle rencontrée en matière d'acquisition de droits sociaux par des fonds de capital-investissement<sup>1134</sup>. Lorsqu'il est consenti, en effet, une promesse d'achat à prix plancher à un tel fonds, il s'agit de garantir une rentabilité minimum à son investissement<sup>1135</sup>. La promesse a donc pour objet de limiter l'aléa social qu'il supporte. Il en est autrement en matière de cession massive de droits sociaux. Les promesses ne sont alors qu'une modalité de la sortie d'un associé et l'exercice des prérogatives sociales par ce dernier, pendant cette période transitoire, ne suscite aucune difficulté particulière<sup>1136</sup>.

#### f. Les aliénations fiduciaires

**185.** – La fiducie a été récemment reconnue en droit français. Mais, avant même cette consécration générale aux articles 2011 et suivants du Code civil, notre droit connaissait divers mécanismes fiduciaires. Lorsque ces mécanismes portent sur des parts ou des actions, ils ont tous pour point commun de conférer le droit de vote à un propriétaire qui ne supporte pourtant pas l'aléa social. Ceci résulte parfois de la mise en œuvre des dispositions légales. D'autres fois, la couverture de l'aléa social ne peut se déduire des seuls textes légaux, mais elle est inhérente à l'opération telle que les parties la conçoivent, de telle sorte qu'il est fort probable que des

---

note A. VIANDIER ; *D.* 1990, p. 250, note T. FORSCHBACH ; Cass. com. 19 mai 1998, n° 95-18557, *Bull. Joly* 1998, p. 1060, note P. SCHOLER. Pour un cas plus particulier ne concernant pas une cession de droits sociaux mais une « cession d'actifs » : Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039 ; *Rev. sociétés* 2010, p. 170, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2010, p. 379, note P. LE CANNU et B. DONDERO.

<sup>1134</sup> V. par ex. Cass. com. 16 nov. 2004, n° 00-22713, *Bull. civ. IV*, n° 197, p. 224 ; *D.* 2005, p. 2950, obs. J.-CL. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *JCP éd. E* 2005, n° 4, p. 131, obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY et G. WICKER ; *Bull. Joly* 2005, p. 270, note N. MATHEY ; *Dr. et patrimoine* févr. 2005, 29, note D. PORACCHIA ; *Rev. dr. bancaire* janv.-févr. 2005, p. 32, note A. COURET ; *RTD com.* 2005, p. 111, OBS. C. CHAMPAUD et D. DANET ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, note H. LE NABASQUE ; Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-14392, *préc.* ; Cass. com. 27 sept. 2005, n° 02-14009 ; *D.* 2005, p. 2681, note Y. REINHARD ; *D.* 2005, p. 2681, note A. LIENHARD ; *Dr. sociétés* déc. 2005, n° 210, note H. LECUYER ; *Dr. et patrimoine* déc. 2005, 88, obs. D. PORACCHIA ; *Bull. Joly* 2006, p. 92, note A. COURET ; *Banque et dr.* mars-avr. 2006, 58, obs. I. RIASSETTO ; *RDC* 2006, p. 443, obs. F.-X. LUCAS ; *RTDF* 2006, n° 1, p. 93, note F. COHEN et J.-F. LOUIT ; Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359 ; *Dr. sociétés* 2009, n° 110, note M.-L. COQUELET ; *Bull. Joly* 2009, p. 583, note F.-X. LUCAS.

<sup>1135</sup> V. *infra* n° 218 et s.

<sup>1136</sup> V. sur ce point, *infra* n° 475. V. en ce sens, F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 235 et s. V. égal. « Promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et prohibition des clauses léonines – A la recherche de la cohérence perdue... », *préc.*

dispositions contractuelles aménagent la répartition des gains et des pertes entre les parties, afin que le propriétaire ne supporte pas l'aléa *in fine*. Cela est aisément vérifiable lorsque les opérations sont régies par des conventions-cadres, largement utilisées.

Parmi ces mécanismes fiduciaires, nous analyserons la convention de portage ( $\alpha$ ) ainsi que le transfert de propriété à titre de garantie résultant du jeu de promesses croisées ( $\beta$ ). Nous nous attacherons ensuite à l'étude de procédés couramment utilisés sur les marchés financiers : la pension ( $\gamma$ ) puis les garanties financières ( $\delta$ ). Dans toutes ces hypothèses, cependant, aucun patrimoine d'affectation n'est constitué, contrairement à la situation résultant d'une fiducie de droit commun, dernier mécanisme auquel nous nous intéresserons ( $\epsilon$ ).

## **$\alpha$ . Les conventions de portage**

**186. – Présentation.** La convention de portage<sup>1137</sup> peut être définie comme « *la convention par laquelle une personne, le porteur, accepte, sur demande du donneur d'ordre, de se rendre actionnaire par acquisition ou souscription d'actions, étant expressément convenu que, après un certain délai, ces actions seront transférées à une personne désignée et à un prix fixé dès l'origine* »<sup>1138</sup>. Le porteur devient donc temporairement propriétaire d'actions pour le compte d'un donneur d'ordre, lui fournissant un service pour lequel il est rémunéré : acquisition de titres en toute discrétion, introduction en bourse d'actions, financement d'un investissement, rééquilibrage du contrôle d'une société, cession de titres dans l'attente de trouver un acquéreur<sup>1139</sup> ... Dans tous les cas, le porteur n'a pas la volonté d'exercer pleinement ses prérogatives d'associé : il n'agit que pour le compte du donneur d'ordre. Le plus souvent, l'exercice du droit de vote fera l'objet d'une convention. Le prix de rétrocession est par ailleurs préalablement fixé, les dividendes perçus doivent en être déduits et la rémunération du

---

<sup>1137</sup> On n'examinera ici que le portage de droits sociaux, à l'exclusion du portage portant sur d'autres biens, telles les obligations.

<sup>1138</sup> D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque du Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, sous la direction de Cl. Witz, Feduci-LGDJ, éd. Feduci LGDJ, 1985, p. 29. V. égal. J.-P. BERTREL, « Portage de droits sociaux », *Rép. Dalloz sociétés*, oct. 1995, mise à jour déc. 2010, n° 1 ; J.-P. BERTREL et M. JEANTIN, « Le portage d'actions », *RJDA* 1991, p. 683 ; J.-P. BERTREL, « Analyse des conventions de portage », *Dr. et patrimoine* sept. 1995, p. 38 ; A. COURET, « Les conventions de portage », in *Éléments d'ingénierie sociétaire*, Colloque de l'Institut de droit des affaires d'Aix-en-Provence du 28 janv. 1994, PUAM, p. 81 ; P. POLLAUD-DULIAN, « L'actionnaire dans les opérations de portage », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 765 ; P. SOUMRANI, *Le portage d'actions*, LGDJ, préf. B. Oppetit, 1996, p. 2 ; B. TREILLE, « Les conventions de portage », *Rev. sociétés* 1997, p. 721.

<sup>1139</sup> V. A. COURET, *préc.* ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 142 et s. ; B. MONASSIER, « Typologie des conventions de portage d'actions », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 119 ; J.-M. MOUSSERON, « Les devenir des conventions de portage », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 131 ; D. SCHMIDT, *art. préc.*, spéc. p. 31 et s. ; P. SOUMRANI, *ouvr. préc.*, n° 486 et s. ; F. NAFTALSKI, F.-D. POITRINAL et J.-C. PAROT, « Les conventions de portage », *Dr. sociétés actes pratiques* 1997, n° 33, spéc. n° 12 et s. ; B. TREILLE, *art. préc.*

porteur, le cas échéant<sup>1140</sup>, y est incluse. Cette double cession peut être organisée par la combinaison d'une acquisition de titres, couplée à des promesses unilatérales croisées de vente et d'achat. Mais afin d'éviter une requalification en promesse synallagmatique valant vente<sup>1141</sup>, le portage est parfois réalisé par une vente accompagnée d'une seule promesse unilatérale d'achat<sup>1142</sup>. Il existe alors un risque lié à la non-levée d'option par le bénéficiaire, mais l'éventualité de la requalification disparaît.

L'économie de ces conventions explique qu'elles se rencontrent essentiellement dans les sociétés par actions. Dans les sociétés à risque illimité, en effet, la responsabilité encourue dissuade le porteur de s'engager, puisqu'il ne veut, par hypothèse, courir aucun risque<sup>1143</sup>. La nécessité d'un agrément fait, de plus, obstacle à ce que les parties aient l'assurance de pouvoir opérer la rétrocession des parts à l'issue de l'opération. L'exigence d'unanimité peut encore compliquer l'opération. Enfin, d'un point de vue fiscal, les droits d'enregistrement dus au titre de chacune des cessions rendent l'opération financièrement lourde<sup>1144</sup>. L'opération est donc peu attractive<sup>1145</sup>. Les mêmes difficultés fiscales se retrouvent dans les sociétés à responsabilité limitée. La nécessité d'un agrément, hors les cas où la convention est passée entre conjoints ou entre ascendants et descendants<sup>1146</sup>, alourdit également l'opération et rend la rétrocession incertaine. Les conventions de portage y sont ainsi, là encore, envisageables mais peu intéressantes<sup>1147</sup>.

Au sein des sociétés par actions, le portage semble porter essentiellement sur des actions non cotées. Dans les sociétés cotées, en effet, l'obligation de concentration a longtemps fait obstacle à ce que les parties puissent fixer, en toute liberté, le prix de revente des actions<sup>1148</sup>. La suppression de cette obligation suite à la transposition<sup>1149</sup> de la directive relative aux marchés d'instruments financiers<sup>1150</sup> lève cependant cette difficulté<sup>1151</sup>. Mais il est vrai que, selon la finalité

---

<sup>1140</sup> Sur le portage effectué à titre gratuit : F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 140 ; P. SOUMRANI, *ouvr. préc.*, 1995, n° 154

<sup>1141</sup> V. *supra* n° 183.

<sup>1142</sup> D. SCHMIDT, *art. préc.*, spéc. p. 45. La promesse d'achat peut encore être consentie par un tiers, distinct du bénéficiaire de la promesse de la vente.

<sup>1143</sup> V. P. SOUMRANI, *préc.*, n° 205 et s. ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 111.

<sup>1144</sup> Art. 726 CGI. V. H. LEHERISSEL, « Aspects fiscaux », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 127 ; J.-C. PAROT, « La fiscalité du portage d'actions », *Dr. fiscal* 1997, n° 37, p. 1061.

<sup>1145</sup> V. cependant pour une opération sur des parts d'une société civile (il n'est toutefois pas certain qu'il s'agissait d'un portage) : Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 7 avr. 1987, n° 85-11774, *JCP éd. G* 1988, II, 21006, note M. GERMAIN ; *JCP éd. E* 1987, I, 16644, n° 1, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN ; *RTD com.* 1988, p. 66 n° 5, obs. C. CHAMPAUD et P. LE FLOCH ; *Rev. dr. bancaire* 1987, p. 92, obs. M. JEANTIN et A. VIANDIER ; *RTD civ.* 1987, p. 744, n° 3, obs. J. MESTRE.

<sup>1146</sup> Art. L. 223-13 et L. 223-14 C. com.

<sup>1147</sup> V. notamment Versailles, 20 juin 1991, *RTD com.* 1992, p. 816, note C. CHAMPAUD et D. DANET : l'affaire était particulière puisque c'était un salarié qui avait consenti à porter les parts de la société qui l'employait. Les auteurs le qualifient de « porteur naïf ».

<sup>1148</sup> D. SCHMIDT, *préc.*, spéc. p. 44.

<sup>1149</sup> Ord. du 12 avr. 2007, prise en application de la loi d'habilitation n° 2007-212 du 20 février 2007.

<sup>1150</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avr. 2004.

poursuivie, des techniques variées et plus sûres que le portage pourraient alors être utilisées. La transmission peut d'ailleurs engendrer des obligations d'information contraignantes à la charge des parties (déclaration de franchissement de seuil à la hausse ou à la baisse, voire lancement d'une offre publique), alors que celles-ci recherchent justement la discrétion. Plus spécifiquement, le portage permettant de faciliter l'introduction en bourse d'une société aura évidemment pour objet des actions non cotées. C'est donc dans les sociétés par actions non cotées que ces conventions sont les plus nombreuses.

**187. – Situation économique du porteur.** Le porteur étant devenu propriétaire des actions, il est associé et titulaire des prérogatives qui découlent de cette qualité. Il ne recherche cependant pas spécifiquement la qualité d'associé et n'a pas l'intention de profiter des droits qui y sont attachés mais seulement de la rémunération qui lui est offerte pour le service qu'il rend<sup>1152</sup>. En contrepartie, il entend ne pas courir l'aléa social<sup>1153</sup> : le prix de rétrocession l'en prémunit. Si les critères de fixation de ce prix varient évidemment selon les conventions, il demeure que l'objectif poursuivi par les parties est de garantir le porteur contre tout aléa financier<sup>1154</sup>. Ainsi, il ne court pas le risque de chute de valeur de l'action puisque le prix de rétrocession est préalablement fixé. De la même manière, une clause prévoit généralement que la perte des actions est à la charge du donneur d'ordre, et que les apports éventuellement récupérés, de même que le *boni* de liquidation, devront être restitués. Le porteur est donc protégé en cas de dissolution de la société ou d'annulation des actions. Inversement, il n'espère aucun gain, autre que la rémunération convenue. Il ne peut tirer profit d'une augmentation de la valeur des actions, puisque le prix de rétrocession est préalablement fixé. Celui-ci doit en outre être diminué des dividendes perçus pendant le portage<sup>1155</sup>. En cas d'amortissement du capital ou d'attribution d'un droit préférentiel

---

<sup>1151</sup> V. sur la question du prix de cession : CH. ARSOUZE, « Marchés financiers, applications, négociations de blocs après la directive MIF », *Bull. Joly* 2008, p. 4223. V. égal. T. BONNEAU, « Incidence de la réforme MIF – Cession hors marché », *Rev. dr. bancaire* janv.-févr. 2008, p. 53 et s. ; M. STORCK, « Transposition législative en droit français de la directive relative aux marchés d'instruments financiers », *RTD com.* 2007, p. 399 ; K. VUILLEMIN, « Libres propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers 2004/39/CE », *Bull. Joly bourse* 2004, p. 578 ; J.-J. DAIGRE, « L'internalisation des ordres, une (petite ?) révolution en France », *Rev. dr. banc. et fin.* 2004, p. 231 ; « Les systèmes multilatéraux de négociation », *RTDF* janv. 2006, p. 119.

<sup>1152</sup> V. F.-X. LUCAS, « Conventions de portage », *J.-Cl. sociétés traité*, fasc. 2128, juin 2005, n° 5 : « *Ce qui caractérise ce prestataire de service qu'est le porteur, outre le caractère temporaire de sa prise de participation, c'est le fait qu'il est un associé qui accepte de se soumettre aux directives d'un donneur d'ordre et de ne pas exercer de manière souveraine les prérogatives que lui confère son titre. En effet, s'il perçoit une rémunération pour le service qu'il rend, le porteur est privé de tout autre avantage attaché à la qualité d'associé* ».

<sup>1153</sup> D. SCHMIDT, *préc.*, spéc. p. 46 : « (...) *Le porteur accepte de prendre la qualité d'actionnaire, c'est aux fins de rendre au donneur d'ordre le service demandé ; le porteur n'a nulle intention de courir le risque de l'actionnaire.* » ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 111 : « (...) *Le porteur n'a pas l'âme d'un associé. Il n'entend pas courir de risques, ni connaître le spectre de la responsabilité indéfinie, et, le cas échéant, solidaire. Il intervient seulement pour rendre un service moyennant une rémunération* ». V. égal. n° 221. V. égal. M. GRIMALDI, « Réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *Deffrénois* 1991, p. 897 et s. et p. 961 et s. : « *[Le porteur] les [les droits attachés au titre] exerce pour le compte du donneur d'ordre, qui, seul, court les risques de l'actionnaire : c'est pour ce dernier que sont les dividendes, comme les plus ou moins-values* ».

<sup>1154</sup> F. NAFTAKI, F.-D. POITRINAL et J.-C. PAROT, *préc.*, spéc. n° 15.

<sup>1155</sup> V. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 120. Relevons néanmoins que les dividendes peuvent parfois être laissés au



de souscription, les sommes ou droits perçus devront également être rétrocédés ou le prix de rétrocession en sera affecté. En outre, les actions distribuées gratuitement en cas d'incorporation de réserves au capital seront rétrocédées au donneur d'ordre au terme de l'opération<sup>1156</sup>. En conclusion, il n'est pas de l'essence de la convention de portage que le porteur supporte effectivement l'aléa social<sup>1157</sup>. Dans le cas où une seule promesse d'achat est conclue, on pourrait être tenté d'affirmer que le bénéficiaire est susceptible de subir le risque social<sup>1158</sup> puisqu'il peut demeurer dans la société à l'issue de la période de lever d'option<sup>1159</sup>. Si c'est le cas en théorie, ce n'est cependant pas ce que les parties ont prévu. L'existence d'une seule promesse d'achat ne répond qu'à des considérations fiscales, sans que cela ne change l'économie de la convention<sup>1160</sup>. L'exercice du droit de vote par le porteur fait donc question.

Il a été soutenu que le porteur courait tout de même un certain risque<sup>1161</sup> : si la valeur des actions augmente, il ne pourra en tirer profit puisqu'il s'est engagé à vendre ses titres à un prix prédéterminé. Il subirait ainsi un manque à gagner. On ne peut cependant assimiler ce *lucrum cessans* au risque social<sup>1162</sup>. Le risque de l'actionnaire est, en effet, celui qui résulte de la baisse de

---

porteur, ceux-ci venant alors constituer un complément de rémunération. V. J.-P. BERTREL, « Analyse des conventions de portage », *art. préc.* ; J.-P. BERTREL et M. JEANTIN, « Le portage d'actions », *RJDA* 1991, p. 683.

<sup>1156</sup> V. sur ces questions, F. NAFTAKI, F.-D. POITRINAL et J.-C. PAROT, *préc.* ; D. SCHMIDT, *préc.*, spéc. p. 32 ; P. SOUMRANI, *ouvr. préc.*, n° 168 et s.

<sup>1157</sup> En ce sens notamment, D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque de Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, sous la direction de Cl. Witz, préf. B. Oppetit, LGDJ, coll. Feduci, 1985, p. 29.

<sup>1158</sup> V. la motivation de la Cour de cassation dans l'arrêt : Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-14392 ; *Bull. civ. IV* 2005, n° 37, p. 42 ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, note H. LE NABASQUE ; *JCP éd. E* 2005, 1046, obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY et G. WICKER ; *RTD com.* 2005, p. 344, note C. CHAMPAUD et D. DANET ; *Defrénois*, 2006, p. 1138, note J. HONORAT ; *D.* 2005, p. 2950 ; note J.-CL. HALLOUIN et E. LAMAZEROLLES ; *JCP éd. E* 2005, p. 1029, note H. HOVASSE ; *D.* 2005, p. 973, note G. KESSLER ; *D.* 2005, p. 644, A. LIENHARD ; *Bull. Joly* 2005, p. 961, note F.-X. LUCAS ; *Dr. sociétés* juin 2005, comm. n° 107, note F.-G. TREBULLE ; *Banque et dr.* juill.-août 2005, p. 58, note I. RIASSETTO.

<sup>1159</sup> C'est d'ailleurs également pour cette raison que la chambre commerciale a semblé ériger la conclusion de promesses croisées en condition de validité des conventions de portage (V. Cass. com. 22 févr. 2005, 03-16336. V. F.-X. LUCAS, « Promesses d'achat de droits sociaux à prix garanti et prohibition des clauses léonines – A la recherche de la cohérence perdue... », *JCP éd. E* 2000, p. 168). En effet, à défaut de promesses croisées, il n'existe plus de garantie que l'option soit levée – le porteur peut finalement décider de rester dans la société ou de céder ses titres à un tiers lui proposant un prix plus élevé – et il n'est plus certain que la qualification de portage convienne alors qu'il est difficile de déterminer l'exacte intention des parties. Elles ne bénéficient donc plus de l'exonération existant en matière de portage quant à l'application de la prohibition des clauses léonines. Il leur reviendra donc de prouver que les modalités de l'opération (par exemple l'existence d'une fenêtre réduite de levée d'option) laissent subsister un risque. (Il semble cependant que cette condition ne soit plus requise aujourd'hui).

<sup>1160</sup> Remarquons, quoi qu'il en soit, que dans un tel cas, le porteur sera au moins assuré de ne pas subir le risque de perte. Il lui suffirait en effet de lever l'option pour échapper à la matérialisation de la perte.

<sup>1161</sup> E. CLAUDEL, « Clauses léonines extra-statutaires – Les voies d'un compromis », in *Mélanges Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 183 ; M. JEANTIN, « Conventions de portage et droit des sociétés », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 122 ; *Comp. égal.* : L. ASSAYA, « Validité des opérations d'equity swap au regard de la prohibition des pactes léonins », *Banque et droit* mars-avr. 2002, n° 52, p. 25 ; D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », *art. préc.*

<sup>1162</sup> V. égal. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 223.

valeur des titres ou de leur perte. Il en va ici différemment : le porteur perdrait en cas de prise de valeur des titres. Précisons également que le porteur n'est pas un spéculateur : il n'attend de l'opération qu'une rémunération préalablement déterminée<sup>1163</sup>. L'opération de portage ne revêt pour lui aucun caractère aléatoire. Ce manque à gagner n'est donc pas ressenti comme une perte : le porteur ne jouait pas sur ce plan là.

**188. – Situation juridique du porteur.** Aux yeux de la société, cependant, le porteur est associé et propriétaire<sup>1164</sup>. Formellement, il contribue aux pertes et a vocation aux bénéfices selon les prescriptions de l'article 1832 du Code civil. Il est apporteur : il succède aux droits du donneur d'ordre, appréhendé par la société comme un simple cédant, ou dans les droits du tiers duquel il a acquis les titres. C'est à lui que la société versera les dividendes, confèrera les actions attribuées gratuitement... En cas de liquidation de la société, c'est encore lui qui, en apparence, perdra son apport, s'il ne peut lui être restitué. Le droit méconnaît donc la situation économique du porteur pour ne se fier qu'à une analyse formelle. La société ne connaît pas la convention qui le lie au cédant ou du moins n'en fait pas cas : elle traite avec le seul porteur.

C'est là un élément qui peut paraître fonder certains arrêts de la chambre commerciale de la Cour de cassation admettant la validité de telles conventions au regard de la prohibition des clauses léonines<sup>1165</sup>. Il a été énoncé en effet que la rétrocession des actions est « *sans incidence sur la participation aux bénéfices et la contribution aux pertes dans les rapports sociaux* »<sup>1166</sup>. Cette affirmation pourrait être interprétée comme constatant que le porteur, à l'image de tout associé, s'est engagé à contribuer aux pertes et a vocation aux bénéfices. L'interdiction des clauses léonines se bornerait ainsi à interdire qu'il soit porté atteinte à l'un de ces deux éléments, sans se préoccuper du sort du

---

<sup>1163</sup> Sur la différence entre portage et capital-risque : V. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 135 et s.

<sup>1164</sup> D. SCHMIDT, *art. préc.*, spéc. p. 48 : « (...) Cette analyse, qui ne veut voir dans le porteur qu'un titulaire apparent d'actions, dénature et trahit le portage. En effet, les parties veulent, sans équivoque ni restriction aucune, que les titres appartiennent au porteur et que celui-ci soit investi de la totalité des droits y attachés. Faut-il rappeler que le porteur acquiert les titres avec ses propres fonds ? (...). Le porteur est propriétaire réel des actions portées ».

<sup>1165</sup> On ne s'intéressera ici qu'à la jurisprudence relative aux conventions de portage telles que définies préalablement, et non à la jurisprudence relative aux cessions de droits sociaux étalées dans le temps ni à celle relative aux opérations de capital-investissement. Ces opérations impliquent, toutes trois, la conclusion de promesses de vente ou d'achat mais poursuivent des finalités différentes. En outre, on examinera uniquement la jurisprudence de la chambre commerciale, la première chambre civile n'étant aujourd'hui plus saisie de ces questions.

<sup>1166</sup> Cass. com. 24 mai 1994, n° 92-14380, *Bull. civ. IV* 1994, n° 189, p. 151 ; *RTD com.* 1994, p. 720, obs. C. CHAMPAUD ET D. DANET ; *D.* 1994, p. 503, note A. COURET ; *Defrénois* 1994, p. 1015 obs. H. HOVASSE ; *Bull. Joly* 1994, p. 797, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* juil. 1994, n° 141, note H. LE NABASQUE ; *Rev. sociétés* 1994, p. 708, note Y. REINHARD ; *Petites affiches*, 25 octobre 1994, n° 85, note P.M. V. égal. Cass. com. 19 mai 1992, n° 90-17324 ; *Bull. Joly* 1992, p. 779, note P. LE CANNU. V. égal. Paris 22 octobre 1996, *Bull. Joly* 1997, p. 15, note P. LE CANNU ; Cass. com. 22 fév. 2005, n° 03-16336 ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, note H. LE NABASQUE ; *D.* 2005, p. 2950, note J.-CL HALLOUIN ET E. LAMAZEROLLES ; Cass. com. 8 mars 2005, n° 02-11462.

risque de perte ou des chances de gain<sup>1167</sup>. Il n'est pas certain cependant que la prohibition des clauses léonines puisse être limitée aux stipulations affectant directement la répartition des bénéfiques ou la contribution aux pertes<sup>1168</sup>. Remarquons qu'il en soit que cette considération ne se retrouve plus dans les arrêts les plus récents portant sur des promesses d'achat à prix plancher<sup>1169</sup>.

L'analyse des décisions les plus récentes invite à suivre une autre voie, en matière de clause léonine. A leur lecture, il ne semble pas que les juges retiennent que ces promesses laissent subsister un risque, mais plutôt que l'article 1844-1 al. 2 n'a pas vocation à s'y appliquer. Elles se trouveraient ainsi hors du champ d'application de cet article, de telle sorte qu'il importerait peu qu'elles soient ou non exonératoires du risque. En effet, la Cour de cassation ne paraît s'attacher aujourd'hui qu'à l'objet de ces opérations. Ce dernier n'est pas, pour l'acquéreur, de s'affranchir des pertes mais de rendre un service pour lequel il sera rémunéré<sup>1170</sup>. Ce service suppose une rétrocession de droits sociaux et la clause de prix est indispensable à son organisation. L'exonération n'est donc que l'effet nécessaire de l'opération mais non son objet, ce qui justifierait que l'application de l'article 1844-1 soit écartée. Un temps, la Cour de cassation déduisait de ces constatations qu'elle était sans incidence sur « *le pacte social* »<sup>1171</sup>, pour en conclure qu'elle ne contrevenait pas à l'article 1844-1. Outre l'obscurité de l'expression « *pacte social* », une telle affirmation était difficilement justifiable. L'exonération des pertes et le désintéressement quant aux bénéfiques influent d'évidence sur le comportement du porteur et modifie les relations sociales<sup>1172</sup> : il n'y a pas de complète étanchéité entre le pacte social et la convention<sup>1173</sup>. Mais la

---

<sup>1167</sup> V. en ce sens, E. SCHLUMBERGER, *ib. préc.*, n° 249 et s. V. sur la distinction entre risque de perte et contribution aux pertes, et entre chances de gain et vocation aux bénéfiques : *supra* n° 115 et s., et 123 et s.

<sup>1168</sup> Sur le champ d'application de l'article 1844-1 qui ne vise pas seulement le défaut de contribution aux pertes mais plus largement l'exonération des pertes, V. *infra* n° 243 et s. V. égal. sur la distinction entre risque de perte et contribution aux pertes : *supra* n° 114 et s.

<sup>1169</sup> Notamment, Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359, *préc.*, sur une opération de capital d'investissement ; Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039, *préc.*, sur une opération de cession étalée dans le temps.

<sup>1170</sup> V. notamment D. PORACCHIA, *La réception juridique des montages conçus par les professionnels*, Préf. J. Mestre, PUAM, 1998, n° 55.

<sup>1171</sup> V. Cass. com. 19 mai 1992, n° 90-17324, *préc.* ; Cass. com. 23 mars 1999, n° 97-10077, *préc.* ; Cass. com. 19 oct. 1999, n° 97-12705, *préc.* ; Cass. com. 8 mars 2005 n° 02-11462, *préc.*

<sup>1172</sup> Rapp. F.-X. LUCAS, note sous Cass. com. 16 nov. 2004, *Rev. dr. banc. fin.* mars-avr. 2005, p. 50 : « *Bien classique est l'idée que la promesse de rachat était "sans incidence sur la participation aux bénéfiques et la contribution aux pertes dans les rapports sociaux" dès lors qu'elle avait pour seul objet d'organiser "une transmission de droits sociaux". Cette motivation (...) nous semble peu convaincante en ce qu'elle repose sur une pétition de principe. L'on peut, contrairement à l'opinion exprimée par la Haute juridiction, être d'avis que l'actionnaire qui, par la grâce d'une promesse de rachat de ses actions, a la certitude de récupérer son investissement initial augmenté de 14 % par année écoulée, ne court plus le moindre risque et qu'il y a bien là une stipulation exerçant une incidence sur "la contribution aux pertes dans les rapports sociaux"* ». V. égal. F.-X. LUCAS, « Promesses d'achat de droits sociaux, à prix garanti et prohibition des clauses léonines – À la recherche de la cohérence perdue... », *JCP éd. E* 2000, n° 5, p. 168.

<sup>1173</sup> V. P. LE CANNU, sous Cass. com. 24 mai 1994, *préc.* : « *On voudrait être sûr que l'étanchéité doit rester totale entre les "rapports sociaux" et les "rapports entre cédant et cessionnaire". Les deux types existent societatis causa* ». V. égal. D. RANDOUX, note sous Cass. com. 10 mai 1986, *Rev. sociétés* 1986, p. 586 : « *On ne peut en effet négliger le lien parfois très fort qui existe entre le contrat et les relations sociales. Dans certaines hypothèses, le transfert des titres ne constitue qu'une*

Cour a une fois encore délaissé la référence à la notion de pacte social, pour désormais déduire de l'objet même de l'opération qu'elle ne contrevient pas à l'article 1844-1 du Code civil, dans des arrêts plus récents relatifs à des promesses conclues en matière de capital investissement et de cessions étalées dans le temps dont la solution semble pouvoir être étendue aux conventions de portage<sup>1174</sup>.

On peut cependant s'interroger sur le bien-fondé de cette démarche consistant à écarter l'application de l'article 1844-1 à des conventions dont on n'examine plus si elles laissent subsister un aléa. En effet, que chaque associé supporte l'aléa découle d'une part de la définition de la société<sup>1175</sup> et s'avère d'autre part nécessaire au bon fonctionnement social<sup>1176</sup>. A défaut, la situation de l'associé garanti n'est plus celle qu'elle devrait être aux termes des articles 1832 et 1833 et les intérêts des associés ne sont plus alignés, entravant ainsi la gestion sociale. Il est vrai que le porteur n'entend pas troubler le fonctionnement social, comme certains activistes ont pu le faire par l'utilisation d'autres instruments<sup>1177</sup>. Il est vrai également qu'en règle générale, le porteur n'exerce pas pleinement ses prérogatives sociales, notamment politiques<sup>1178</sup>, ce qui justifierait qu'il ne soit pas soumis à la prohibition des clauses léonines<sup>1179</sup>. Le plus souvent, le donneur d'ordre prend la précaution de conclure une convention de vote qui lui assure la possibilité d'être consulté avant chaque assemblée, tandis que le porteur ne recherche que la rémunération qui lui est offerte en contrepartie du service qu'il rend et n'est point supposé s'intéresser à la vie sociale<sup>1180</sup>. Pourtant, d'une part, rien ne permet de garantir qu'il en soit ainsi. D'autre part, tenter de justifier la situation en soutenant que le porteur n'exerce pas pleinement les prérogatives sociales, notamment politiques, conduirait à affirmer que seul le donneur d'ordre détermine le sens du vote. Or les critères traditionnels de validité des conventions de vote invitent à tenir pour illicite un tel arrangement<sup>1181</sup> – à moins qu'il laisse subsister la liberté de vote du porteur, ce qui ne serait toutefois plus compatible avec sa prétendue neutralité. Cela met en lumière le caractère bancal de l'opération, qui s'accommode mal des principes classiques. Le désir de soumettre le porteur à un traitement dérogatoire engage à élaborer un régime propre, sans que l'on puisse se

---

*technique destinée à éviter toute contribution aux pertes. La dépendance qui est ainsi établie doit être source de nullité ».*

<sup>1174</sup> Notamment Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359, *préc.*, sur une opération de capital d'investissement ; Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039, *préc.*, sur une opération de cession étalée dans le temps.

<sup>1175</sup> V. *supra* n° 115 et *infra* n° 246.

<sup>1176</sup> V. *supra* n° 100.

<sup>1177</sup> V. *infra* n° 227 et s.

<sup>1178</sup> D. SCHMIDT, *art. préc.*, spéc. p. 47 : « *La question, au cœur du problème, est de savoir si le porteur est un véritable actionnaire : d'un côté, il est propriétaire des actions ; mais, d'un autre côté, il ne court pas les risques, de gain ou de perte, de l'actionnaire, vote sur avis et n'a pas l'affectio societatis* ».

<sup>1179</sup> Rapp. P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, *L'entreprise en société – Les groupes de sociétés*, *ouvr. préc.*, p. 31 : « *L'exonération des pertes est fondée quand le titulaire des titres (le vendeur, le banquier porteur) ne participe pas, ce qui est souvent le cas, en droit ou en fait, aux décisions collectives. Il n'est pas certain qu'elle le soit dans le cas contraire* ».

<sup>1180</sup> F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 120.

<sup>1181</sup> V. *supra* n° 48. Sur la conclusion fréquente de conventions de vote dans les hypothèses où le propriétaire ne supporte pas l'aléa social : V. *infra* n° 385.

contenter de le dispenser de certaines de ses obligations tout en lui accordant la libre jouissance de droits qui ne devraient constituer que leur contrepartie.

### **β. Le transfert de propriété à titre de garantie par recours à des promesses croisées**

**189. – Présentation.** Un autre type de conventions, proche du portage, a pour objet de transférer la propriété de droits sociaux à titre de garantie. Parfois qualifiées de conventions de portage<sup>1182</sup> en ce qu'elles induisent, comme elles, un transfert temporaire de propriété, elles ont pourtant un objet différent. Dans le portage, le porteur rend un service par l'acquisition temporaire de la propriété. Dans le transfert de propriété à titre de garantie, le créancier ne rend pas un service : la propriété des droits sociaux lui bénéficie, au contraire, à titre de garantie<sup>1183</sup>. Comme dans le portage toutefois, les parties peuvent recourir à des promesses d'achat et de vente croisées afin de garantir la rétrocession des titres, une fois la créance réglée.

**190. – Propriété, vote et aléa.** Dans cette hypothèse, comme dans les cas précités, le nouveau propriétaire des titres se voit conférer le droit de vote sans assumer l'aléa social. Il est, en effet, entendu que son cocontractant procèdera au rachat des droits sociaux et le prix est prédéterminé. Les parties régleront également la question de la disparition des droits sociaux au cours de l'opération, du fait de leur annulation ou de la dissolution de la société, afin qu'elle ne puisse préjudicier au créancier. Les dividendes, encore, doivent venir augmenter l'assiette de la garantie mais ensuite être déduits du prix du rachat. Il en sera de même des sommes ou actions résultant d'un amortissement du capital ou de l'exercice<sup>1184</sup> ou de la vente d'un droit préférentiel de souscription. Même en l'absence de clause en ce sens, on peut penser que la subrogation réelle trouverait à jouer<sup>1185</sup>. Le nouveau propriétaire ne subira donc aucun risque ni ne profitera des gains éventuels. Sa situation juridique ne correspond en rien à sa situation économique : propriétés juridique et économique sont dissociées. Là encore, le propriétaire ne court que le risque que tout créancier supporte, celui de non-remboursement du prêt. Il n'est intéressé qu'indirectement aux affaires sociales : la dépréciation des titres influe sur ses chances de remboursement.

---

<sup>1182</sup> Par ex., F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 148 et s ; J.-M. MOUSSERON, « Le devenir des conventions de portage », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 131 ; B. TREILLE, « Les conventions de portage », *art. préc.* ; J.-P. BERTREL et M. JEANTIN, « Le portage d'actions », *art. préc.*, spéc. n° 4.

<sup>1183</sup> V. cependant considérant que le service rendu réside dans le prêt consenti par le créancier-porteur : B. TREILLE, « Les conventions de portage », *préc.* ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 148 et s. V. égal. sur cette question, A. COURET, « Les conventions de portage », *art. préc.*

<sup>1184</sup> A charge de remboursement des frais engagés.

<sup>1185</sup> V. *infra* n° 357.

**191. – Difficultés liées à l'opération.** On peut toutefois s'interroger sur la validité de l'opération. Elle a longtemps été sujette à caution en raison de la prohibition des pactes commissaires. Celle-ci ayant été levée dans un grand nombre de cas<sup>1186</sup>, cette difficulté n'existe plus aujourd'hui. Une autre subsiste. La Cour de cassation a, en effet, refusé d'admettre la validité d'une cession de créance de droit commun à titre de garantie pour la requalifier en nantissement de créance<sup>1187</sup>. De la même manière, certaines cessions à titre de garantie de biens corporels ont été requalifiées en gage<sup>1188</sup>, et ce sans référence à la prohibition des pactes commissaires. Ne peut-on envisager une solution similaire en matière de droits sociaux<sup>1189</sup> ? Certains auteurs ont expliqué la solution par la volonté de la Cour de ne pas permettre le développement de la fiducie-sûreté en dehors des conditions posées par le législateur<sup>1190</sup>. Ce raisonnement trouverait à s'appliquer en matière de droits sociaux. Il faut néanmoins souligner que les restrictions à la fiducie-sûreté tiennent essentiellement à des considérations fiscales. Lorsque les parties n'ont pas la possibilité de constituer une fiducie, rien ne leur interdit d'atteindre un résultat similaire en recourant à d'autres mécanismes moins avantageux. Inversement, lorsque la fiducie est ouverte aux parties, on peut penser qu'elles peuvent encore choisir des mécanismes alternatifs, fiscalement moins intéressants<sup>1191</sup>. La solution reste, quoi qu'il en soit, incertaine<sup>1192</sup>. Mentionnons également que l'opération pourrait être contestée sur le terrain de la prohibition des clauses léonines. On a vu cependant, que la Cour de cassation admet aujourd'hui très largement les

<sup>1186</sup> V. *supra* n° 171.

<sup>1187</sup> Cass. com. 19 déc. 2006, n° 05-16395, *Bull. civ. IV* 2006, n° 250, p. 275 ; *RLDC* févr. 2007, p. 38, note J.-J. ANSAULT ; *D.* 2007, p. 76, note X. DELPECH ; *D.* 2007, p. 319, note R. DAMMANN et G. PODEUR ; *D.* 2007, p. 344, note C. LARROUMET ; *D.* 2007, p. 961, note L. AYNES ; *JCP éd G.* 2007, II, 10067, rapport M. COHEN-BRANCHE et note D. LEGEAIS ; *Rev. dr. banc. et fin* 2007, n° 2, p. 52, note F. CREDOT et T. SAMIN ; *RTD civ.* 2007, p. 160, obs. P. CROCQ ; *RTD civ.* 2007, p. 217, note D. LEGEAIS ; *RTD civ.* 2007, p. 591, note B. BOULOC ; *RLDC* mars 2007, p. 29, note D. HOUTCIEFF ; *Banque et dr.* mars-avr. 2007, p. 61, note F. JACOB ; *D.* 2007, p. 344, note CH. LARROUMET ; *Gazette du Palais* 24 mai 2007, n° 144, p. 11, note S. PIEDELIEVRE ; *Defrénois* 2008, n° 4, p. 414, obs. PH. THERY ; Cass. com. 26 mai 2010, n° 09-13388, *Bull. civ. IV* 2010, n° 560 ; *D.* 2010, p. 2201, note A. LIENHARD ; *D.* 2011, p. 305, obs. P. CROCQ ; *D.* 2010, p. 2201, note N. BORGA ; *RTD civ.* 2010, p. 597, obs. P. CROCQ ; *RTD com.* 2010, p. 595, note D. LEGEAIS ; *RTD com.* 2010, p. 601, note B. BOULOC ; *Rev. dr. banc.* 2010, n° 4, p. 142, note A. CERLES. V. égal. J.-F. ADELLE, « L'adoption de la fiducie a-t-elle remédié à la prohibition des cessions de créance en garantie de droit commun », *Rev. dr. banc.* mars 2007, p. 48 ; L. AYNES, « La cession de créance à titre de garantie : quel avenir ? », *Dr. et patrimoine* avr. 2007, p. 961.

<sup>1188</sup> V. par ex. Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 3 mai 1973, n° 70-13383, *Bull. civ. I* 1973, n° 143, p. 127 ; *Rev. critique dr. int. pr.* 1974, p. 100, note E. MEZGER ; *Clunet* 1975, p. 74, note PH. FOUCHARD ; *Rép. Commaille*, 1974, p. 453, note G. DROZ ; CL. WITZ, « Les transferts fiduciaires à titre de garantie », in *Les opérations fiduciaires, préc.*, p. 55.

<sup>1189</sup> V. sur cette question M. GERMAIN, note sous Cass. com. 7 avr. 1987, *JCP éd. G* 1988, II, 21006. V. égal. CL. WITZ, *art. préc.* : « Le risque existe que les juges, en présence d'une sûreté qui remplit les mêmes fonctions que le gage, qualifient le transfert à titre de garantie de gage, comme s'il était impossible de concevoir en matière mobilière une autre sûreté. »

<sup>1190</sup> V. L. AYNES et P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 767.

<sup>1191</sup> V. M. GRIMALDI et R. DAMMAN, « La fiducie sur ordonnance », *D.* 2009, p. 670, spéc. n° 9 : « Il faut laisser aux parties, dans les limites du droit commun et sous le contrôle du juge, la liberté de recourir à des cessions fiduciaires à titre de garantie plus légères que celles des articles 2011 et suivants, sans patrimoine d'affectation notamment. La lettre des articles 2372-1 et 2488-1 ne l'interdit pas : dire que la propriété d'un bien " peut être cédée à titre de garantie d'une obligation en vertu d'un contrat de fiducie conclu en application des articles 2011 à 2030 du code civil " ne veut pas dire qu'elle ne peut l'être qu'en vertu d'un tel contrat ». V. égal. L. AYNES, « La cession de créance à titre de garantie : quel avenir ? », *art. préc.*

<sup>1192</sup> Rapp. avant l'adoption de la fiducie, J.-P. BERTREL et M. JEANTIN, « Le portage d'actions », *art. préc.*

promesses d'achats à prix plancher, lorsque leur objet n'est pas d'exonérer le bénéficiaire du risque de perte<sup>1193</sup>.

Ces développements seraient superflus si l'on considérait que le transfert de propriété de droits sociaux à titre de garantie par recours à des promesses de vente est de peu d'intérêt face à la fiducie<sup>1194</sup>. Les incertitudes l'entourant, en effet, sont nombreuses<sup>1195</sup> : il pourrait être requalifié en gage, considéré comme léonin, des promesses croisées pourraient être requalifiées en promesse synallagmatique... Fiscalement, encore, il demeure peu attractif même si la législation a été adoucie<sup>1196</sup>. Pourtant, en matière de droits sociaux, la fiducie ne semble guère plus sécurisée car la répartition des prérogatives sociales entre les protagonistes est mal définie. Le champ d'application de la fiducie est, en outre, limité<sup>1197</sup>. Enfin, le recours à des promesses croisées pourra se révéler plus discret qu'une fiducie<sup>1198</sup>.

Quelles que soient les incertitudes qui l'entourent, le transfert de propriété de droits sociaux à titre de garantie engendre une dissociation entre propriété et aléa, et donc entre vote et aléa.

### γ. La pension

**192. – Présentation.** La pension est définie par l'article L. 211-27 du Code monétaire et financier comme « *l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation, cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus* ». Il s'agit là d'un transfert de titres en garantie d'un prêt d'une somme d'argent. Elle peut notamment porter sur des actions<sup>1199</sup>, les parts sociales étant quant à elles exclues de son champ d'application.

---

<sup>1193</sup> V. *supra* n° 188.

<sup>1194</sup> V. notamment sur les possibilités d'utilisation de la fiducie dans les sociétés : B. LE BARS, « La fiducie dans les opérations sociétaires », *Journ. sociétés* mai 2009, n° 65, p. 18.

<sup>1195</sup> V. sur ces difficultés, notamment : F. NAFTAKI, F.-D. POITRINAL et J.-C. PAROT, « Les conventions de portage », *art. préc.*

<sup>1196</sup> V. H. LEHERISSEL, « Aspects fiscaux », *art. préc.*

<sup>1197</sup> V. art. 2015 C. civ.

<sup>1198</sup> Notons néanmoins que le registre national des fiducies n'est pas librement consultable : art. 4, décret n° 2010-219 du 2 mars 2010 *relatif au traitement automatisé de données à caractère personnel dénommé « Registre national des fiducies »*.

<sup>1199</sup> La pension peut, depuis la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, porter sur des valeurs mobilières non admises aux négociations sur les marchés réglementés : V. F. AUCKENTHALER, « La pension, le prêt de titres et la loi sur les nouvelles régulations économiques », *Bull. Joly*

Au terme de l'opération, si l'une des parties manque à son obligation de rétrocession, les titres restent acquis au cessionnaire tandis que le cédant conserve le montant prêté<sup>1200</sup>.

Ces dispositions, introduites par la loi du 31 décembre 1993<sup>1201</sup>, ont supprimé toute interrogation quant à la validité de l'opération<sup>1202</sup>. Celle-ci était en effet sujette à caution, du fait du pacte comissoire qu'elle comportait nécessairement<sup>1203</sup>. Les obstacles fiscaux ont également été supprimés<sup>1204</sup>. Tout doute a encore été levé quant à la nature du transfert de titres<sup>1205</sup> : il s'agit d'un transfert « *en pleine propriété* ». L'opération a ainsi un caractère fiduciaire<sup>1206</sup> et le critère classique de la propriété conduit à considérer que le cessionnaire a la qualité d'associé et se voit conférer tous les droits attachés aux actions, dont le droit de vote<sup>1207</sup>. Relevons néanmoins qu'il n'en est ainsi que si la pension est dite « livrée », c'est-à-dire si les titres ont fait l'objet d'une inscription en compte au nom du cessionnaire<sup>1208</sup>. Dans le cas inverse, la cession ne serait pas opposable aux tiers<sup>1209</sup>, ce qui exclurait que le cessionnaire puisse exercer le droit de vote.

**193. – Droit de vote et aléa social.** Si le cessionnaire est considéré comme propriétaire des actions aux termes de la loi, supporte-t-il pour autant l'aléa social ? La loi le contraint, d'abord, à reverser au cédant les dividendes qu'il perçoit au cours de la pension<sup>1210</sup>, et plus généralement tous les « *revenus attachés aux titres financiers donnés en pension* ». En outre, le prix de rétrocession est

---

*Bourse* 2002, p. 387 ; « Pension et prêt de titres : quelques incidences de la loi sur les nouvelles régulations économiques », *Banque et Droit* mai-juin 2002, n° 83, p. 13. Sont cependant exclus, comme dans le prêt, les titres dont la rémunération est susceptible de donner droit à un crédit d'impôt. Art. L. 211-28 C. mon. fin.

<sup>1200</sup> Art. L. 211-30 C. mon. et fin.

<sup>1201</sup> Loi n° 93-1444 du 31 déc. 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. V. P. DE LAPASSE, « Le nouveau régime juridique des opérations de pension », *Bull. Banque de France* juil. 1994, n° 7, p. 101 ; C. FERRY et J.-CL. BIGNON, « Les opérations de pension », *JCP éd. E* 1994, I, 389 ; A. LUNEL-JURGENSEN et F. GURANGER, « La pension nouvelle est arrivée », *Banque* 1995, p. 58. Sur l'histoire de la pension livrée, V. D. TERRE, « L'auto-production progressive du droit : l'exemple de la pension livrée », *art. préc.*

<sup>1202</sup> V. sur la situation avant 1993 : F. AUCKENTHALER, « Les incertitudes juridiques de la pension livrée », *JCP éd. E* 1991, I, 42 ; « Pension », *J.-Cl. Sociétés fasc. 2123*, mai 2012, spéc. n° 2 et s. ; J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « Le régime juridique des opérations de pension », *Banque et Droit* mai-juin 1995, n° 41, p. 3 ; G. SAINT-MARC et J.-J. ESSOMBE MOUSSIO, « Pension livrée », *Rép. sociétés Dalloz* mai 1998, mise à jour mars 2009, spéc. n° 6 et s. ; R. ALLOUCHE, « Opérations de pension livrée – impact de l'ouverture d'une procédure collective », *Banque et droit* juil.-août 1991, n° 18, p. 133 ; P. SOUMRANI, *ouvr. préc.*, n° 34. V. pour un historique de la pension : J. NORMAND, « Les opérations bancaires de pension », *RTD com.* 1966, p. 791.

<sup>1203</sup> F. AUCKENTHALER, « Les incertitudes juridiques de la pension livrée », *art. préc.* ; R. ALLOUCHE, *art. préc.*

<sup>1204</sup> V. par ex. pour une qualification de double cession de propriété et non de prêt, entraînant la perception d'un droit d'enregistrement : Cass. com. 10 mars 1998, n° 95-20163 ; *Bull. civ. IV* 1998, n° 96, p. 78 (la loi du 31 déc. 1993 n'était pas applicable).

<sup>1205</sup> V. *infra* n° 194.

<sup>1206</sup> Par ex. : M. CABRILLAC, C. MOULY, S. CABRILLAC et P. PETEL, *Droit des sûretés*, 9<sup>ème</sup> éd., Litec, 2010, n° 580 ; P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 40 ; PH. SIMLER et PH. DELEBECQUE, *Droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, 7<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 666 ; CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 189.

<sup>1207</sup> V. F. AUCKENTHALER, *art. préc.*, spéc. n° 53.

<sup>1208</sup> Art. D. 211-15 C. mon. fin.

<sup>1209</sup> Art. L. 211-29 C. mon. fin.

<sup>1210</sup> Art. L. 211-31 al. 2 C. mon. fin.



préalablement fixé. Les variations de valeur des actions sont donc indifférentes au cessionnaire : si la probabilité de son remboursement diminue, il conserve son droit de créance. Par ailleurs, le cessionnaire, étant devenu propriétaire, peut céder les titres avant le terme de l'opération, à charge pour lui d'en restituer de semblables et ainsi spéculer sur une différence de cours<sup>1211</sup>. Mais le cessionnaire ne court pas, dans ce cas, un risque que l'on peut qualifier de social : il est, en effet, intéressé à la baisse. Quant à la disparition des titres, elle devrait préjudicier au cédant. Le cessionnaire s'est en effet engagé à rétrocéder les titres aux termes de l'article L. 211-27 ; leur disparition rend l'exécution de l'obligation impossible et libère donc le cessionnaire, comme c'est le cas en matière d'emprunt<sup>1212</sup>. La loi ne règle cependant pas le sort de tous les droits ou sommes susceptibles de bénéficier au cessionnaire pendant la pension. L'opération se voulant neutre pour celui-ci, créancier intéressé uniquement par la rémunération qu'il perçoit du fait du prêt, la convention devrait prévoir que ceux-ci bénéficient *in fine* au cédant. La convention-cadre relative aux pensions rédigée par la Fédération bancaire française (FBF) prévoit à cet égard le versement immédiat d'une somme équivalente aux sommes perçues, tandis qu'elle dispose que les droits ou titres perçus pendant l'opération seront restitués lors du dénouement<sup>1213</sup>. La survenance de certains événements graves peut également mettre fin l'opération ou engendrer pour le cessionnaire une obligation de consultation de son cocontractant<sup>1214</sup>.

Il est donc de l'essence de la convention que le cessionnaire ne supporte pas l'aléa social. S'il a intérêt à la préservation de la valeur des actions, c'est uniquement parce qu'elles font office de garantie. Le risque qu'il court est celui de tout créancier : celui du non-remboursement de sa créance. Le cas échéant, il conserve les actions dont le prix de vente suffit le plus souvent à le désintéresser, puisqu'il a généralement pris soin de procéder à des appels de marge<sup>1215</sup>. Il doit éventuellement verser le surplus au cédant. À l'inverse, si le prix de vente est insuffisant à le satisfaire, il conserve une créance à l'encontre du cédant.

**194. – Droit de vote et propriété.** L'économie de l'opération a longtemps soulevé des doutes quant à la réalité du transfert de propriété. Certains soutenaient que la pension n'était autre chose qu'un prêt assorti d'un gage. La qualification de vente à réméré ou d'opération d'escompte avec

---

<sup>1211</sup> Art. L. 211-32 al. 2 et 3 C. mon. fin.

<sup>1212</sup> V. *supra* n° 176.

<sup>1213</sup> Art. 5.1 et 5.5, *Convention-cadre relative aux opérations de pensions livrées*, Fédération bancaire française, juil. 2007, disponible sur <http://www.fbf.fr>. Comp. *Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, Annexe produit relative aux opérations de pension livrée*, janv. 2001, disponible sur <http://www.fbf.fr>, prévoyant dans ces cas que une rétrocession anticipée, avant la date de mise en paiement.

<sup>1214</sup> Art. 5.2 et 5.3, *convention FBF préc.*

<sup>1215</sup> V. sur le calcul des appels de marge, notamment : A. CHAILLOUX, « Les opérations de pension livrée tripartites », *Bull. Banque de France* janv. 2005, n° 133, p. 55.

clause de retrait a encore été avancée<sup>1216</sup>. Le législateur a aujourd'hui coupé court à ces controverses : par l'emploi des termes « *cession en pleine propriété* », il consacre l'idée d'une aliénation fiduciaire<sup>1217</sup>. Mais comme dans tout transfert temporaire de propriété, cette « *pleine propriété* » cadre mal avec la situation économique du cessionnaire. Le cessionnaire n'entend pas devenir propriétaire pour exercer les attributs de la propriété dans leur plénitude<sup>1218</sup> mais pour échapper aux effets de l'insolvabilité éventuelle de son débiteur. En sa qualité de propriétaire, le cessionnaire devrait pouvoir user et disposer des actions et en percevoir les fruits. Telle est sa situation juridique : il bénéficie de tous les droits attachés aux actions dans ses relations avec la société. Mais sa situation patrimoniale réelle est toute autre. Tous les bénéfices qu'il pourrait tirer des titres sont reversés au cédant. Le cessionnaire ne peut encore céder les titres confiés qu'à charge d'en restituer de semblables à l'issue de l'opération. Seule la fongibilité des titres explique ainsi son droit de disposition. Relevons également qu'au niveau comptable, la cession n'apparaît pas dans le bilan des cocontractants : le cédant maintient à l'actif les titres remis en pension tandis que le cessionnaire ne les inscrit pas à son bilan<sup>1219</sup>. L'opération est encore fiscalement neutre<sup>1220</sup>. Droit comptable et droit fiscal délaissent ainsi la situation juridique au profit d'une analyse économique pour nier le transfert de propriété. Certains en sont venus à douter que cette « *pleine propriété* » corresponde toujours à la propriété de l'article 544 du Code civil. Le créancier ne jouit pas pleinement des attributs de la propriété, elle ne constitue pas pour lui une richesse et elle n'est que temporaire, contrairement à la propriété de l'article 544. On retrouve ce même débat à propos de la fiducie de droit commun<sup>1221</sup>, en réalité transposable à tous les transferts temporaires de propriété.

Au-delà des intérêts théoriques qu'il présente, ce débat a le mérite d'attirer l'attention sur le caractère équivoque de la notion de propriété. Lorsque propriétés économique et juridique sont dissociées<sup>1222</sup> fait-il encore sens d'utiliser la notion comme un principe d'attribution du droit de vote et d'assimiler propriétaire et associé ?

---

<sup>1216</sup> V. J. HAMEL, « L'aval en pension », *Banque* juill. 1957, p. 707 ; J. NORMAND, *art. préc.*, spéc. n° 23 et s. ; M. VASSEUR, « La protection du banquier en cas de mobilisation de créances nées à court terme sur l'étranger », *RTD com.* 1977, p. 1, spéc. p. 27 ; CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 187. V. égal. sur la qualification de l'opération : T. BONNEAU, *Droit bancaire*, 9<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011, n° 835.

<sup>1217</sup> En ce sens, T. BONNEAU, *Droit bancaire, ouvr. préc.*

<sup>1218</sup> F.-X. LUCAS, *préc.*, n° 490 ; A. PERROT, « Pension de titres et transfert de propriété », *Rev. dr. banc.* 1994, n° 46, p. 252.

<sup>1219</sup> Art. L. 211-32 et L. 211-33 al. 1 C. mon. fin.

<sup>1220</sup> G. BLANLUET, *préc.*, n° 277 et s.

<sup>1221</sup> V. *infra* n° 202.

<sup>1222</sup> V. A. PERROT, *art. préc.* : « *Pourtant économiquement, ce n'est pas la propriété en tant que telle qui est recherchée par le cessionnaire, mais la garantie qu'elle constitue. La qualification juridique choisie ne correspondrait pas à la réalité économique de l'opération. De ce fait une distorsion existerait et elle apparaît dans la suite du texte de la loi, car le législateur ne peut pas adapter à un crédit assorti d'une garantie, le régime juridique de la propriété* ».

Il est remarquable, à cet égard, que la convention FBF prévoit que les titres peuvent être rapatriés en période d'assemblée à la demande du cédant<sup>1223</sup>. Si, en théorie, le cessionnaire est titulaire du droit de vote, c'est en réalité le cédant qui l'exerce. Il est également énoncé que le cédant est consulté lors de chaque opération financière susceptible d'affecter la situation de la société. Il en sera ainsi « *en cas d'offre publique d'achat, d'offre publique d'échange, d'offre publique de retrait, d'augmentation de capital, de division, de regroupement, ou plus généralement d'opération financière sur titres comportant soit un droit préférentiel de souscription, soit un délai de priorité, sur les titres mis en pension ou remis en marge* »<sup>1224</sup>. Le cédant peut alors demander au cessionnaire de participer à l'opération ou obtenir le rapatriement des titres. La combinaison des dispositions du Code monétaire et financier et de la convention-cadre rend donc la propriété illusoire, du moins dans son acception libérale absolutiste<sup>1225</sup>. Le critère de la propriété des actions aux fins de détermination de la qualité d'actionnaire et donc du titulaire du droit de vote semble perdre toute pertinence.

**195. – Utilisation du droit de vote.** À l'image du portage, que le cessionnaire ne coure pas l'aléa social tout en jouissant du droit de vote, pourrait sembler ne pas prêter à conséquence, puisque les parties rétablissent généralement l'équilibre, *de facto*, en prévoyant le rapatriement des titres. Et lorsque les titres ne sont pas rapatriés, le plus souvent, le cessionnaire n'exerce pas le droit de vote. Cette situation de fait est cependant insatisfaisante.

D'une part, il n'en va pas ainsi dans tous les cas. Rien n'oblige les parties à souscrire à la convention-cadre, d'autant que les incitations attachées à la soumission de l'opération à la convention ont été supprimées par l'ordonnance du 24 février 2005<sup>1226</sup>. En effet, jusqu'à son entrée en vigueur, seules les pensions régies par une convention-cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France bénéficiaient du mécanisme de résiliation-compensation<sup>1227</sup>, autorisant la résiliation anticipée des positions, en cas de défaillance d'une partie, et la compensation des créances et des dettes afférentes<sup>1228</sup>. Celui-ci est aujourd'hui ouvert à toutes ; l'incitation à recourir à une convention-cadre a disparu.

---

<sup>1223</sup> Art. 5.4 convention-cadre FBF, *préc.* : « *En cas de convocation à une assemblée donnant lieu à l'exercice des droits de vote des titulaires des Titres cédés (ou remis en Marge), le cédant (ou la Partie ayant remis les Titres en Marge) peut avancer la Date de Rétrocession anticipée des Titres pour exercer les droits en cause* ».

<sup>1224</sup> Art. 5.3 convention-cadre FBF, *préc.*

<sup>1225</sup> V. *infra* n° 357.

<sup>1226</sup> Ord. n° 2005-171 du 24 févr. 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière. V. M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.* 2005, p. 375. V. égal. A. LIENHARD, « Transposition de la directive contrats de garantie financière », *D.* 2005, p. 634. V. sur la situation antérieure, P. DE LAPASSE, « La convention-cadre relative aux opérations de pension », *Bull. Banque de France* janv. 1995, n° 13, p. 91.

<sup>1227</sup> Ou *close-out netting*. Ancien art. L. 432-16 C. mon. fin.

<sup>1228</sup> AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », *préc.* ;

D'autre part, beaucoup s'accordent à dire que la pension n'est pas uniquement utilisée comme un mécanisme de garantie<sup>1229</sup>. La propriété peut être recherchée en elle-même, indépendamment de sa fonction de garantie. La pension permet alors au cessionnaire d'acquiescer facilement et temporairement les titres dont il a besoin. Une telle opération est susceptible de répondre à des besoins divers et on ne peut exclure que l'une des finalités recherchée soit l'obtention de droits de vote à faible coût. Une telle utilisation ne peut qu'être encouragée par l'ambiguïté de la définition de la pension donnée par l'article L. 211-27. Il en ressort en effet que la cause du transfert de propriété des titres est le paiement du prix de cession<sup>1230</sup>. L'accent n'est pas mis sur la fonction de garantie du transfert, alors que c'est pourtant là que réside l'essence de la pension. A la lecture de sa définition légale, elle paraît ainsi se confondre avec le prêt de titres<sup>1231</sup>. La lettre du texte n'exclut pas une telle utilisation, alors même que celle-ci ne correspond pas à l'esprit de l'institution. La dissociation entre la propriété économique et la propriété juridique conduit finalement à ce que le droit de vote soit exercé sans que son titulaire ne supporte l'aléa social<sup>1232</sup>.

#### δ. Les garanties financières

**196. – Présentation.** Les garanties financières constituent encore un type spécial d'aliénation fiduciaire. Depuis longtemps, les acteurs des marchés à terme recourent à des dépôts de garantie

---

J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La compensation des opérations de marché à terme », *Banque* févr. 1994, n° 545, p. 58 ; A. CAILLEMER DU FERRAGE, « Close-out netting & faillites internationales », in « Les garanties financières », *colloque préc.*, p. 99 ; A.-V. DELOZIERE - LE FUR, *La compensation dite multilatérale*, Préf. A. Ghazi, Ed. Panthéon-Assas, 2003, spéc. n° 29 et n° 473 et s. ; J.-J. DAIGRE, « Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers (C. mon. et fin., art. L. 431-7, al. 1<sup>er</sup>) », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 271 ; A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 462 et s. ; P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », *art. préc.* ; D. ROBINE, *th. préc.*, n° 440 et s. ; P. STEPHAN, « La compensation », *art. préc.* ; H. LE GUEN, « Le netting ou la protection légale des systèmes de règlements interbancaires », *Bull. Banque de France* 1994, n° 3, suppl. Études, p. 41. V. égal. M. ROUSSILLE, *ouvr. préc.*, n° 935 et s.

<sup>1229</sup> C. FERRY et J.-CL. BIGNON, *art. préc.*, évoquant la possibilité d'utiliser une pension afin de prêter des actions de garantie aux administrateurs ; G. SAINT-MARC et J.-J. ESSOMBE MOUSSIO, *préc.*, spéc. n° 3 ; J.-F. PRAT, « Conventions de portage et droit boursier », *Rev. dr. banc.* 1991, p. 128 ; P. SOUMRANI, *ouvr. préc.*, spéc. n° 50. V. égal. J.-F. PRAT, « Conventions de portage et droit boursier », *Rev. dr. banc.* 1991, p. 128.

<sup>1230</sup> V. C. FERRY et J.-CL. BIGNON, *art. préc.* : « Ce texte révèle que la pension n'est ni un prêt de titres puisque le cédant a l'obligation de racheter les titres à l'échéance. Ce n'est pas non plus une fiducie-sûreté car le transfert de propriété est la contrepartie d'un prix de cession, alors que, dans la fiducie-sûreté, la cause du transfert réside dans le désir de garantir le fiduciaire ». Les auteurs relèvent ensuite que : « En cas de remise de valeurs, de titres ou d'effets afin de tenir compte d'une baisse de valeur de l'objet de l'opération de pension force est de constater que ce transfert n'est pas causé par le paiement d'un prix. L'on est donc en présence d'une fiducie-sûreté implicitement admise par le législateur ».

<sup>1231</sup> V. sur cette question, F. AUCKENTHALER, « La pension après la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », *Banque et droit* juil.-août 1998, n° 60, p. 11, spéc. n° 22 et s.

<sup>1232</sup> Pour un exemple d'utilisation de la pension aux fins de voter, V. l'affaire *Hynday Elevator*, citée par H. HU et B. BLACK, « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *University of Pennsylvania Law Review* janv. 2008, vol. 156, n° 3, p. 624, spec. p. 668 et 726.

afin de se protéger contre le risque de défaillance de leur contrepartie<sup>1233</sup>. Ce domaine était cependant limité et peu réglementé<sup>1234</sup>, de telle sorte que le régime de ces garanties était incertain<sup>1235</sup>. Le législateur est finalement intervenu avec la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996<sup>1236</sup> puis l'ordonnance du 24 février 2005<sup>1237</sup> transposant la directive concernant les contrats de garantie financière<sup>1238</sup>.

Il convient aujourd'hui de distinguer deux types de garanties dont le régime est cependant similaire<sup>1239</sup>.

D'une part, lorsque les parties passent par l'intermédiaire d'une chambre de compensation, l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier a vocation à s'appliquer. Les adhérents de la chambre de compensation doivent lui verser des sommes ou des actifs en garantie de leurs engagements<sup>1240</sup>. Des actions, notamment, peuvent être transmises<sup>1241</sup> dans ce cadre. De même,

---

<sup>1233</sup> A. COURET, H. LE NABASQUE *et alii*, *ouvr. préc.*, n° 1231 ; H. DE VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *Rev. dr. banc.* nov.-déc. 1998, p. 197 ; J.-J. ESSOMBE MOUSSIO, « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », in *Mélanges AEDBF*, t. 2, Banque éditions, 1999, p. 191 ; n° 63 ; M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, Préf. J. Béguin, Avant-Propos J.-J. Daigre, Dalloz, 2006, n° 627.

<sup>1234</sup> A. COURET *et alii*, *ouvr. préc.*

<sup>1235</sup> H. DE VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *préc.* ; P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », in *La modernisation des activités financières*, GLN Joly éd., 1996, p. 154 ; L. AYNES et G. KOLIFRATH, « Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. aff.* 1998, p. 1573.

<sup>1236</sup> Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. V. notamment P. STEPHAN, « La compensation », in *La modernisation des activités financières*, *préc.*, p. 186. V. égal. D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », in *Mélanges M. Cabrillac*, Dalloz/Litec, 1999, p. 365.

<sup>1237</sup> Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière. V. F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », *JCP éd. E* 2005, n° 43, p. 1519 ; T. BONNEAU, « Contrats de garantie financière – réforme opérée par l'ordonnance du 24 février 2005 », *Dr. sociétés* juin 2005, n° 6, p. 32 ; J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Dr. et patrimoine* n° 140, 2005, p. 24 ; G. ELIET et A. GAUVIN, « Transposition en droit français de la directive collatérale », *Rev. dr. banc.* mars-avr. 2005, p. 47 ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Rev. dr. banc.* mai-juin 2005, p. 56 ; D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 521 ; M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. banque de France* 2005, n° 137, p. 35. V. égal. J. L'HOMME et C. CAFFARD, « Garanties financières et gestion collective », in « Les garanties financières », *colloque préc.*, p. 96 ; J.-J. DAIGRE, « Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids, deux mesures ? », *Rev. dr. banc.* juill.-août 2005, p. 3.

<sup>1238</sup> Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002. V. H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque et droit*, 2003, n° 89, chron. p. 38 ; S. ECONOMOU, « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse* 2002, p. 1 ; M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *préc.* V. égal. H. DE VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », in « Les garanties financières », *colloque préc.*, p. 82.

<sup>1239</sup> V. A. COURET, H. LE NABASQUE *et alii*, *ouvr. préc.* n° 1240. V. égal. S. PRAICHEUX, *ouvr. préc.*, n° 348 et 349 ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, Préf. P. Le Cannu, LGDJ, 2003, n° 589 et 590.

<sup>1240</sup> Art. 541-23 RG de l'AMF.

les donneurs d'ordre ont, à leur tour, l'obligation de constituer un dépôt de garantie auprès de leur prestataire de service d'investissement, dans le cas d'un ordre avec service de livraison et de règlement différés<sup>1242</sup> ou d'un ordre passé sur un marché à terme<sup>1243</sup>. Sur les marchés au comptant, une telle obligation légale n'existe pas, mais le prestataire peut exiger une telle garantie<sup>1244</sup>. Dans ce cadre, l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier énonce que les dépôts sont transférés au prestataire en pleine propriété. Cette disposition s'applique aux dépôts de garantie initiaux, ainsi qu'aux marges subséquentes<sup>1245</sup>.

D'autre part, les acteurs des marchés financiers peuvent recourir à des garanties financières dans des cas non régis par l'article L. 440-7. L'article L. 211-38 énonce en effet que les parties peuvent, notamment, « prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent », en garantie de leurs obligations financières<sup>1246</sup>. Mentionnons toutefois que le champ d'application *rationae personae* et *rationae materiae* de cet article est limité<sup>1247</sup>.

Les garanties entrant dans le champ de ces deux dispositions ont pour point commun de permettre le transfert de propriété d'actifs financiers à titre de garantie, et notamment d'actions. S'il a pu exister un doute sur ce point<sup>1248</sup>, la loi de modernisation des activités financières l'a dissipé en remplaçant le terme « acquérir », par l'expression de transfert « en pleine propriété »<sup>1249</sup>. Ces garanties sont donc des formes de fiducies-sûretés<sup>1250</sup>. Elles permettent aux créanciers d'échapper

---

<sup>1241</sup> V. Règles de compensation de LCH Clearnet, art. 4.2.0.5. V. égal. Instruction n° IV-4.1 « Collateral accepté au titre des exigences de couverture et de paiements en espèces », disponible sur [www.lchclearnet.com](http://www.lchclearnet.com). Les actions ne sont cependant pas les actifs le plus fréquemment transmis : V. P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », in « Les garanties financières », *colloque préc.*

<sup>1242</sup> Art. 516-2 RG de l'AMF.

<sup>1243</sup> Art. 516-15 RG de l'AMF.

<sup>1244</sup> Art. 570-1 RG de l'AMF.

<sup>1245</sup> V. notamment l'art. 541-23 du RG de l'AMF : « Les chambres de compensation calculent et appellent auprès de leurs adhérents les sommes que ceux-ci doivent verser en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions. Ces sommes englobent les dépôts de garantie, les marges et, plus généralement, les couvertures, quelle que soit leur dénomination ».

<sup>1246</sup> Cet article concerne notamment les opérations effectuées dans un système de Règlement et de livraison, lorsque ses règles de fonctionnement le prévoient. Art. L. 330-2 C. mon. et fin.

<sup>1247</sup> V. Art. L. 211-38 et L. 211-36 C. mon. et fin.

<sup>1248</sup> V. sur cette question : S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés – Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », *JCP éd. E* 1996, chron. 603 ; P. DECHEIX, « La fiducie ou le sens des mots », *D.* 1997, chron., p. 35.

<sup>1249</sup> V. sur ce point : I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociées sur le MATIF*, th. Strasbourg 3, 1999, n° 542 et s.

<sup>1250</sup> V. par ex. S. AGBAYISSAH, *préc.* ; L. AYNES et G. KOLIFRATH, *préc.* ; F. BARRIERE, « La fiducie-sûreté », *JCP éd. E* 2009, n° 36, 1808, spéc. n° 35 ; « Fiducie », *Rép. civ. Dalloz*, janv. 2008, mise à jour déc. 2010, n° 25 ; H. DE VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *préc.* ; « La fiducie avant la fiducie – Le cas du droit bancaire et financier », *JCP éd. E* 2007, n° 36, 2051 ; D. ROBINE, *ouvr. préc.*, n° 592.

aux effets d'une procédure collective dont ferait l'objet leur contrepartie<sup>1251</sup>, et de bénéficier du mécanisme de résiliation-compensation ou « *close out netting* », autorisant la résiliation anticipée des positions, en cas de défaillance d'une partie, et la compensation des créances et des dettes afférentes<sup>1252</sup>.

**197. – Aléa social.** Comme dans une pension livrée ou dans une opération de garantie par recours à des promesses croisées, l'essence de l'opération est d'être neutre pour chacune des parties. Les textes ne s'intéressent cependant pas au sort des droits ou aux sommes dont pourraient bénéficier le cessionnaire pendant l'opération. La seule certitude est qu'il est devenu propriétaire : il bénéficie donc de toutes les prérogatives sociales. Leur répartition finale n'est pas abordée. Ce sont donc les conventions conclues entre le cédant et le cessionnaire qui règlent cette question. Concernant les couvertures et les appels de marge auprès de la chambre de compensation, c'est une convention rédigée par LCH Clearnet et auxquelles les acteurs financiers doivent adhérer qui a vocation à s'appliquer. Quant aux autres types de garanties financières, les parties concluront une convention particulière. Il existe néanmoins des conventions-cadres par type d'opérations, dont le contenu est largement similaire<sup>1253</sup>.

La convention LCH Clearnet prévoit un paiement des dividendes, qu'ils aient été versés en actions ou en espèces, immédiat ou lors du dénouement, au choix de l'adhérent<sup>1254</sup>. Les droits de souscription éventuellement acquis sont pour leur part transférés immédiatement<sup>1255</sup>. Il est encore prévu que certaines opérations risquant d'affecter la substance des actions, les « opérations sur titres » (offre publique, regroupement d'actions...), entraînent restitution immédiate de l'objet de la garantie<sup>1256</sup>. Quant à la convention-cadre de la Fédération bancaire française relative aux opérations sur instruments financiers à terme, elle prévoit le versement immédiat d'une somme équivalente aux sommes perçues par le cessionnaire pendant l'opération. Les titres ou droits perçus viennent pour leur part accroître l'assiette de la garantie<sup>1257</sup>. Concernant la convention-cadre de la Fédération bancaire européenne relative à la gestion des marges, elle se contente de

---

<sup>1251</sup> Art. L. 211-38 I et art. L. 211-36-1 ; Art. L. 440-7 et L. 440-8 C. mon. et fin.

<sup>1252</sup> V. *supra* n° 195.

<sup>1253</sup> Sur le rôle de la documentation contractuelle dans le fonctionnement des marchés financiers, V. D. TEYSSIER, *La régulation des marchés financiers*, th. Paris 1, 2008, n° 268 et s.

<sup>1254</sup> Art. 23, instruction LCH Clearnet, n° IV.4-1, *Collateral accepté au titre des exigences de couverture des transactions exécutées sur valeurs mobilières, sur groupe de produits dérivés et sur titres de créances négociés sur les marchés réglementés (incluant Bluenext), les plateformes de négociation et appariement & MTS Italie*, 1<sup>er</sup> mars 2012, disponible sur <http://www.lchclearnet.com/>.

<sup>1255</sup> Art. 24, instruction LCH Clearnet *préc.*

<sup>1256</sup> Art. 26, instruction LCH Clearnet *préc.*

<sup>1257</sup> Art. 6.3, *Convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme, Annexe Remises en garantie*, Fédération bancaire française, 2007, disponible sur <http://www.fbf.fr/>.

renvoyer sur cette question à la convention-cadre relative au prêt de titres<sup>1258</sup>. La convention rédigée par l'ISDA prévoit, elle, un transfert immédiat de droits ou sommes équivalents aux droits ou sommes perçues par le créancier<sup>1259</sup>. Relevons par ailleurs que le risque de disparition des actions pèse sur le cédant. Dans une telle hypothèse, en effet, l'obligation de restitution du cessionnaire s'éteint. Il perd ainsi sa garantie, mais il conserve sa créance. Mentionnons également que les variations de valeur des actions n'ont pas d'influence sur le montant du droit de créance du cessionnaire. Une dévaluation affecterait seulement sa probabilité de remboursement, encore que cela puisse être pallié par des appels de marge. En cas de défaillance du débiteur, la garantie pourra être réalisée à concurrence de ce qui est dû. Si cette réalisation ne suffisait pas à la satisfaction du cessionnaire, celui-ci resterait créancier du surplus.

Ainsi, si le cessionnaire est considéré comme propriétaire et associé, il n'assume cependant pas l'aléa social, qui pèse en réalité sur le cédant.

**198. – Propriété.** Comme dans la pension, à la lecture des dispositions légales, il ne fait aucun doute qu'une « *pleine propriété* »<sup>1260</sup> est transférée. L'insistance du législateur sur ces termes conduit aujourd'hui à reconnaître tous les attributs du droit de propriété au créancier. Mais cette analyse ne correspond pas, à nouveau, à la réalité économique de l'opération. Ceci explique que la nature exacte de l'opération et ses conséquences sont restées longtemps incertaines. Le même débat avait vu le jour en matière de pension et se retrouve dans la fiducie de droit commun<sup>1261</sup>. Ainsi, il a été soutenu que le droit de disposer de la chose remise en garantie était limité<sup>1262</sup>. Aujourd'hui, et alors qu'un droit de « réutilisation » est reconnu aux bénéficiaires d'un simple nantissement<sup>1263</sup>, l'affirmation semble pouvoir être facilement repoussée. Mais il faut relever que ce droit de disposer n'est reconnu que parce que les choses transmises en garantie sont fongibles : la propriété des titres est transférée à charge pour le créancier d'en restituer de semblables à l'issue de l'opération. De manière similaire, il a été affirmé que les fruits bénéficiaient au débiteur<sup>1264</sup>. Si l'affirmation est exacte d'un point de vue économique, elle ne l'est pas aujourd'hui du point de vue juridique : une « *pleine propriété* » est transmise, elle s'accompagne de tous les attributs du droit de propriété. Il devrait en être de même de toutes les sommes et droits perçus par le créancier au cours de l'opération.

---

<sup>1258</sup> Art. 3, Fédération bancaire européenne, *Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, annexe relative à la gestion des marges*, 2004, disponible sur <http://www.fbf.fr/>. Sur le prêt, V. *supra* n° 176.

<sup>1259</sup> Art. 6, ISDA, *Credit support annex to the Schedule to the ISDA Master Agreement*, 1995.

<sup>1260</sup> Art. L. 440-7 et L. 221-8 du C. mon. et fin.

<sup>1261</sup> V. *infra* n° 202.

<sup>1262</sup> I. RIASSETTO, *ouvr. préc.*, n° 563.

<sup>1263</sup> V. *supra* n° 140.

<sup>1264</sup> H. DE VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *art. préc. Contra* notamment : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 1256.



Ainsi, juridiquement, le créancier bénéficie de tous les attributs de la propriété ; mais économiquement, sa propriété a été vidée de son contenu. Elle est « finalisée »<sup>1265</sup>. Le créancier ne recherche la propriété que parce que son règlement en sera facilité, et non pour les prérogatives qu'elle confère.

**199. – Vote.** À qui, dans ces conditions, attribuer le droit de vote ? Le critère classique invite à se fier à la propriété juridique. Seul le créancier jouit de la « pleine propriété » et est inscrit en compte. Il est donc titulaire du droit de vote.

Il est vrai que lorsque le cessionnaire est une chambre de compensation, de fait, celle-ci n'exercera pas le droit de vote. En présence d'un prestataire de services d'investissement, en revanche, des difficultés pourraient naître de cette situation. Celui-ci peut, en effet, posséder d'autres intérêts au sein de la société (positifs ou négatifs) et être ainsi incité à exercer ses droits de vote nouvellement acquis. Une solution, pour les parties, est de régler conventionnellement le sort des titres transmis<sup>1266</sup>. Elles ne pourraient pas prévoir que le cédant reste titulaire du droit de vote : cela constituerait une convention portant sur la jouissance du vote, convention prohibée<sup>1267</sup>. Mais il leur serait loisible d'envisager le rapatriement des titres en période d'assemblée ou la consultation du cessionnaire. Remarquons cependant que cette solution dépend du bon vouloir des parties. Notons encore que la convention devrait laisser au propriétaire une certaine liberté au risque sinon de constituer une convention de vote prohibée<sup>1268</sup>. Pourtant, cette convention procéderait de la volonté de restituer le droit de vote à celui qui serait son titulaire le plus légitime. Et l'on s'aperçoit aisément à cette occasion que les critères traditionnels de validité des conventions de vote ne sont plus adaptés dans ces situations<sup>1269</sup>. Affleure déjà l'idée que celles-ci affectent la cohérence de la construction sociétaire.

La propriété, telle que l'entend le droit des sociétés lorsqu'il l'utilise comme critère de la qualité d'actionnaire, correspond-elle à la notion de propriété des articles L. 211-38 et L. 440-7 ? S'il est difficile de nier le transfert de propriété au vu des termes employés par le législateur, nous ne pouvons qu'admettre que la propriété à titre de garantie « conserve en soi un indéniable

---

<sup>1265</sup> I. RIASSETTO, *ouvr. préc.*, n° 552 et s.

<sup>1266</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 1256.

<sup>1267</sup> V. *supra* n° 58 et s.

<sup>1268</sup> V. *supra* n° 48 et s.

<sup>1269</sup> V. *infra* n° 385.

*particularisme* »<sup>1270</sup>. Elle ne suffit plus en tout cas pour que l'on puisse affirmer que le propriétaire subit l'aléa social.

**200. – Garanties financières sans transfert de propriété.** La question se pose différemment au sujet des garanties financières sans transfert de propriété. L'article L. 211-18 I mentionne en effet à côté « *des remises en pleine propriété (...) d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent* », « *la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits* ». Entre dans cette catégorie le nantissement. Nous ne nous y attarderons pas ici, la question ayant déjà été envisagée<sup>1271</sup>.

### **ε. La fiducie**

**201. – Présentation.** Si le droit français connaît, de longue date, certains mécanismes fiduciaires, ce n'est qu'avec la loi du 19 février 2007<sup>1272</sup> que la fiducie a été introduite dans le Code civil<sup>1273</sup>. Les dispositions légales ont, depuis, fait l'objet de nombreuses retouches<sup>1274</sup>, sans que, pour l'instant, l'équilibre global de la fiducie n'ait été bouleversé. L'article 2011 du Code civil définit la fiducie comme « *l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires* ». Tout type de droits peut donc faire l'objet d'une fiducie. Seul le transfert de dettes est prohibé. L'opération peut ainsi porter sur des actions ou des parts sociales. On remarque, par ailleurs, que ni la finalité, ni la nature du transfert ne sont expressément mentionnées. Quant à la finalité, la fiducie-libéralité est prohibée<sup>1275</sup>. On en déduit que l'opération peut se présenter sous

---

<sup>1270</sup> *Ibid.*

<sup>1271</sup> V. *supra* n° 138.

<sup>1272</sup> Loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie.

<sup>1273</sup> Sur les tentatives avortées d'introduction de la fiducie en droit français, V. notamment : F. BARRIERE, « Commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 », *Bull. Joly* 2007, n° 4, p. 440 et n° 5 p. 555 ; P. CROCQ, « Le cœur du dispositif fiduciaire », *RDC* 2007, n° 40, p. 61 ; M. GRIMALDI, « La fiducie : réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *Deffrénois* 1991, art. 35085, p. 897 et s. et art 35094, p. 961 et s., n° 13 ; C. LARROUMET, « La fiducie inspirée du trust », *D.* 1990, p. 119.

<sup>1274</sup> La loi du 19 février 2007 a été modifiée par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, par l'ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 portant diverses mesures relatives à la fiducie, ratifiée par la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures, puis par la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures. V. notamment : PH. DUPICHOT, « La fiducie-sûreté en pleine lumière. - À propos de l'ordonnance du 30 janvier 2009 », *JCP éd. G* 2009, n° 14, I, 132 ; S. PRIGENT, « Deuxième pas en fiducie », *AJDI* 2009, p. 421 ; A. RAYNOUARD, « Ultimes modifications de la fiducie », *JCP éd. N* 2009, n° 29, act. 439 ; PH. REBATTET, « Un nouvel outil pour la construction de la fiducie », *Dr. et patrimoine* avr. 2009, n° 180, p. 24 et s.

<sup>1275</sup> Art. 2013 C. civ.

deux formes : fiducie-gestion ou fiducie-sûreté. Toutes deux sont toutefois soumises à un régime commun<sup>1276</sup>. Quant à la nature du transfert, c'est là une question plus délicate.

**202. – Nature du transfert : propriété et fiducie.** La nature du transfert est pourtant déterminante car « *la propriété fiduciaire constitue (...) un élément-phare de l'institution* », puisque « *pour que la fiducie soit efficace, elle doit reposer sur un transfert de propriété réalisé par le constituant (...)* »<sup>1277</sup>. Elle l'est également pour répondre à l'une des questions qui nous préoccupe – qui du constituant, du fiduciaire ou du bénéficiaire, est titulaire du droit de vote ? –, puisque la théorie classique qualifie le seul propriétaire d'associé et lui confère le droit de vote. Le transfert est-il donc de nature translatrice et si oui, à qui la propriété est-elle transférée ? La fiducie de droit français s'inspire de deux mécanismes : la *fiducia* de droit romain et le *trust*. Dans la fiducie romaine, la propriété est transférée au fiduciaire qui devient seul propriétaire des biens transférés<sup>1278</sup>. Ce n'est pas le cas dans le *trust* où la propriété se dédouble : la *legal property* (propriété légale) appartient au *trustee*, l'*equitable property* (propriété économique) au *beneficiary*<sup>1279</sup>. Le législateur français semble avoir emprunté à chacun des modèles<sup>1280</sup>.

L'article 2011, par l'utilisation du terme « *transfert* », suggère la nature translatrice de l'opération. Mais celui-ci n'est pas qualifié et un doute subsiste. Les termes de « *patrimoine fiduciaire* » sont encore employés, laissant supposer la sortie des droits du patrimoine du constituant. Pour autant, à qui appartient ce patrimoine d'affectation ? La loi ne le précise pas. Là encore, certaines dispositions suggèrent que le fiduciaire en devient propriétaire. L'article 2224, par exemple, édicte que « *l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire au profit du fiduciaire n'affecte pas le patrimoine fiduciaire* ». Quelle serait l'utilité d'une telle précision si le fiduciaire n'était pas titulaire des droits affectés ? Inversement, toutefois, l'article 2025 énonce qu'en cas d'insuffisance du patrimoine fiduciaire, le patrimoine du constituant constitue le gage commun des créanciers. Cette disposition n'est pas dirimante mais pourrait laisser penser que le constituant est à la tête du patrimoine d'affectation. Si le schéma traditionnel de la fiducie suppose un transfert de propriété, certains auteurs ont ainsi pu douter de la réalité du transfert dans la fiducie de droit français<sup>1281</sup>. La doctrine majoritaire s'accorde

---

<sup>1276</sup> Pour une critique de ce régime commun : P. CROCQ, « Lacunes et limites de la loi au regard du droit des sûretés », *D.* 2007, p. 1354.

<sup>1277</sup> B. MALLEY-BRICOUT, « Fiducie et propriété », in *Mélanges Larroumet*, Economica, 2010, p. 297.

<sup>1278</sup> V. notamment, F. BARRIERE, *ouvr. préc.*, n° 18 et s., P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 185 et s.

<sup>1279</sup> *Préc.*, n° 58 et s. ; CL. WITZ, « Rapport introductif – Les traits essentiels de la fiducie et du trust en Europe », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », Colloque organisé le 29 novembre 1990, *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 9.

<sup>1280</sup> L. AYNES, « Introduction de la fiducie en droit français », *RLDC* mai 2009, p. 63 ; PH. DUPICHOT, « Opération fiduciaire sur le sol français », *JCP éd. G* 2007, n° 11, act. 121 ; R. LIBCHABER, « Les aspects civils de la fiducie dans la loi du 19 février 2007 », *Deffrénois* 2007, n° 15, p. 1094 et s., et n° 17, p. 1194 et s.

<sup>1281</sup> R. LIBCHABER, *préc.* : « Pourquoi envisager une fiducie non translatrice de propriété, au rebours de la tradition inhérente à la

toutefois aujourd'hui à considérer que la propriété est transférée au fiduciaire<sup>1282</sup>, l'ordonnance du 30 janvier 2009<sup>1283</sup> ayant d'ailleurs éclairci la question<sup>1284</sup>. Deux sections sur la fiducie-sûreté ont, en effet, été introduites dans le Code civil et, dans chacune, figurent les termes de « *propriété cédée à titre de garantie* ». La constitution d'une fiducie-sûreté emporte donc transfert de propriété au profit du fiduciaire. Le constat doit être élargi à la fiducie-gestion puisque les deux types de fiducie sont soumis à un régime commun.

Cependant, une majorité d'auteurs<sup>1285</sup> s'accorde également sur l'idée que la propriété dont il est question ne peut s'entendre au sens de l'article 544 du Code civil, comme le droit d'user, de jouir et d'abuser de la manière la plus absolue<sup>1286</sup>. Il a été souligné que la propriété fiduciaire n'avait ni le contenu ni les caractères de la propriété ordinaire<sup>1287</sup>. Contrairement à la propriété de l'article 544, elle n'est pas source de richesse pour le fiduciaire. Et en effet, « *en termes économiques, on dirait que la fiducie relève des conventions de services, et non d'échanges* »<sup>1288</sup>. Cela transparait dans les règles fiscales : le principe de neutralité est affirmé, et ce quelle que soit la finalité poursuivie<sup>1289</sup>. En outre, l'*usus*, le *fructus* et l'*abusus* sont limités par la finalité de la fiducie. L'article 2011 édicte que le fiduciaire agit, en effet, « *dans un but déterminé* ». La mission du fiduciaire et l'étendue de ses pouvoirs d'administration et de disposition doivent ainsi être mentionnées au contrat de

---

*notion ? Tout simplement parce que l'analyse s'impose comme possible à la lecture de l'ensemble de la loi et s'évince par dessus tout de la convergence des régimes civils et fiscaux ».*

<sup>1282</sup> Par ex. : F. BARRIERE, « Commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 », *préc.* ; B. MALLET-BRICOUT, « Fiducie et propriété », *préc.* ; « Le fiduciaire propriétaire ? », *JCP éd. N* 2010, n° 6, 1073.

<sup>1283</sup> Ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 portant diverses mesures relatives à la fiducie.

<sup>1284</sup> Un projet de loi prévoyait de préciser la définition de la fiducie en ajoutant un second alinéa à l'article 2011. La disposition a cependant été invalidée par le Conseil constitutionnel (Loi n° 2009-1255 du 19 octobre 2009 *tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises et à améliorer le fonctionnement des marchés financiers*). V. L. AYNES et P. CROCQ, « La fiducie préservée des audaces du législateur », *D.* 2009, p. 2559 ; J.-B. DE BALANDA et F. BOURABIAT, « Fiducie et finance islamique », *Dr. et patrimoine* 2010 mai 2010, n° 112, p. 84 ; J. CHARLIN, « Fiducie, sukuk et autres murabaha ou ijara - À propos de la finance islamique », *JCP éd. E*, 2009, n° 41, 1946 ; F.-X. LUCAS, « La fiducie au pays de l'or noir », *Bull. Joly* 2009, p. 625 ; A. RAYNOUARD, « Lorsque le Conseil constitutionnel sauve le Code civil d'un alinéa inutile et inefficace... tout en mettant la fiducie (encore) sous les feux de la rampe », *JCP éd. N* 2010, n° 3, 1014.

<sup>1285</sup> V. cependant, P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 69 et s.

<sup>1286</sup> Par ex. PH. DUPICHOT, « Opération fiducie sur le sol français », *préc.* : « *Sans doute le transfert ne porte-t-il en réalité que sur une propriété fiduciaire, fruit d'un éclatement inavoué de la propriété qui situe la fiducie à mi-chemin entre le trust et la fiducia romaine.* » ; M. GRIMALDI, « La fiducie : réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *art. préc.*, 1<sup>ère</sup> partie : « *La formule selon laquelle la fiducie serait un contrat translatif de propriété est à manier avec prudence puisqu'elle n'opère aucun transfert de richesse.* ».

<sup>1287</sup> V. notamment : M. GRIMALDI, « Réflexions sur les sûretés propriétés », *art. préc.* ; M. GRIMALDI, « La propriété fiduciaire », in *La fiducie dans tous ses états*, journée nationale de l'association H. Capitant, t. XV, Paris-est Créteil, Dalloz, 2011, p. 5 ; « La fiducie : réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *art. préc.* ; B. MALLET-BRICOUT, « Fiducie et propriété », *art. préc.*

<sup>1288</sup> M. GRIMALDI, « La fiducie : réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *art. préc.*

<sup>1289</sup> V. G. BLANLUET et J.-P. LE GALL, « La fiducie, une œuvre inachevée – Commentaires des dispositions fiscales de la loi du 19 février 2007 », *JCP éd. E* 2007, n° 36, 2059 ; « La fiducie, une œuvre inachevée – Commentaire des dispositions fiscales de la loi du 19 février 2009 », *Dr. fiscal* 2007, n° 26, 676 ; A. DE BISSY, « Aspects fiscaux de la fiducie », *JCP éd. E* 2007, n° 17, 1165 ; P. FUMENIER, J.-H. MILLER et S. DORIN, « Le régime fiscal de la fiducie », *D.* 2007, p. 1364 ; J.-L. PIERRE, « Quelle neutralité fiscale pour la fiducie ? », *Dr. et patrimoine* oct. 2009, n° 185 ; *adde*, avant l'adoption de la loi : G. BLANLUET, *ouvr. préc.*, n° 258 et s.

fiducie<sup>1290</sup> et les actes pouvant être accomplis seront le plus souvent limités. Enfin, la fiducie est temporaire par essence alors que la propriété de l'article 544 est perpétuelle. L'article 2018 impose d'ailleurs, à peine de nullité, la mention de la durée de la fiducie dans le contrat, celle-ci ne pouvant excéder 99 ans. Ainsi, « *la propriété fiduciaire n'est pas la propriété ordinaire : elle ne confère ni l'avoir ni tous les pouvoirs, et ne dure qu'un temps* »<sup>1291</sup>. Ce constat s'impose d'ailleurs tant pour la fiducie de droit commun que pour les mécanismes fiduciaires qui préexistaient, tels les pensions et les garanties financières<sup>1292</sup>, mais également les conventions de portage.

**203. – Propriété, qualité d'associé et droit de vote.** Si l'on peut faire le constat du manque d'unité de la notion de propriété, le droit positif ne fait aucune distinction au sein de celle-ci. « *Ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus* » : on doit en conclure que le droit de vote appartient au fiduciaire qui se voit transférer la propriété des droits sociaux et bénéficie ainsi de la qualité d'associé<sup>1293</sup>, ainsi que les prérogatives qui en découlent. Certains ont pu évoquer la possibilité d'une répartition du droit de vote entre constituant et bénéficiaire, à l'image des règles prévalant pour l'usufruitier et le nu-propriétaire<sup>1294</sup>. La liberté des parties, au titre du contrat de fiducie, est toutefois limitée par l'ordre public sociétaire : on ne peut priver un associé de son droit de vote, à moins que la loi ne le prévoie. En l'absence de disposition contraire, tout arrangement doit donc être prohibé en matière fiduciaire<sup>1295</sup>. Le même raisonnement doit être suivi lorsque, dans le cas d'une fiducie-sûreté, les droits mis en fiducie sont laissés à la disposition du constituant<sup>1296</sup>. Une simple mise à disposition ne saurait suffire au transfert du droit de vote<sup>1297</sup>. Seule une convention de vote serait envisageable si elle ne conduisait pas à priver l'associé de sa liberté de vote.

---

<sup>1290</sup> Art. 2018 C. civ.

<sup>1291</sup> M. GRIMALDI, *art. préc.*

<sup>1292</sup> V. cependant, P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 104.

<sup>1293</sup> V. R. DAMMANN et L. AYNES, *in* « Questions-débats avec la salle », sous R. DAMMANN, « Avantages et inconvénients de la fiducie en cas de procédure collective », *Rev. dr. civil* 05-2009, n° 60 ; J.-J. ANSAULT, « Fiducie-sûreté traditionnelles et sûretés réelles que choisir ? », *Dr. et patrimoine* 2010, n° 192, p. 53, spéc. p. 59.

<sup>1294</sup> P. BERGER, « Questions-débats avec la salle », sous R. DAMMANN et L. AYNES, *art. préc.* : « *D'un autre côté, il ne faut pas que, par son vote, le constituant vide de sa substance le bien mis en fiducie. Je pense donc que c'est bien au travers de l'objectif poursuivi par le créancier que l'on trouvera quels sont les droits de vote que l'on peut déléguer et ceux que le nu-propriétaire doit garder, au moins au titre d'un droit de surveillance sur la conservation de la chose. Ceci nous ramène au contrat et à la protection du créancier. La conservation de la valeur de la chose, telle pourrait être la limite dans l'exercice du droit de vote, autrement dit l'abus de droit.* » ; J.-J. ANSAULT, *art. préc.*

<sup>1295</sup> V. en ce sens, D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties de crédit*, 8<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2011, n° 792.

<sup>1296</sup> V. sur cette question : R. DAMMANN et L. AYNES, *in* « Questions-débats avec la salle », *préc.* ; Sur la mise à disposition, V. notamment : F. BARRIERE, « Commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 », *préc.*, spéc. n° 12 ; R. DAMMANN et G. PODEUR, « Le nouveau paysage du droit des sûretés : première étape de la réforme de la fiducie et du gage sans dépossession », *D.* 2008, p. 2300, spéc. n° 3 ; PH. DUPICHOT, « La fiducie en pleine lumière », *JCP éd. G* 2009, n° 14, I, 132, spéc. n° 5.

<sup>1297</sup> Rapp. sur la clause de réserve de propriété, *supra* n° 145 et 146.

Cette solution, cependant, est-elle appropriée ? La propriété fiduciaire et la propriété ordinaire peuvent-elles servir indifféremment de critère à la qualification d'associé ? La raison justifiant que le droit de vote est attribué au propriétaire ordinaire se retrouve-t-elle dans la propriété fiduciaire ?

Une décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 10 mai 2007<sup>1298</sup>, bien qu'elle n'ait trait ni au vote ni à une fiducie de droit français, illustre la complexité de la situation. Dans cette affaire, des actionnaires familiaux détenaient, en apparence, une part minoritaire du capital d'une société anonyme cotée. Ils avaient, en réalité, constitué une fiducie de droit suisse, le fiduciaire détenant pour eux un nombre d'actions représentant une part significative du capital. Il ne restait alors plus que 20 % de capital flottant. Il était reproché au dirigeant de la société de ne pas avoir dévoilé ces informations alors qu'elles auraient pu avoir une influence sensible sur le cours des titres, et ainsi d'avoir violé l'article 4 du règlement de la COB, disposition aujourd'hui reprise par l'article 223-2 du règlement de l'AMF. La rédaction de la décision est intéressante en ce que l'AMF énonce : « *les membres de la famille Tissier [détenaient] environ 80 % du capital de ladite société* », puis « *la famille Tissier était actionnaire à hauteur d'environ 80 % du capital de la société La Soie, et non de 10 % comme le laissait penser l'information publique disponible* ». L'AMF ne s'embarrasse donc pas de l'existence d'une fiducie et qualifie les constituants, également bénéficiaires, d'associés. Elle procède donc à une analyse économique de la situation, sans égard à la construction juridique utilisée. On ne peut évidemment rien déduire de cette décision en ce qui concerne l'attribution du droit de vote, ni même d'ailleurs quant à la qualité d'associé puisque là n'était pas la question que l'AMF devait trancher. Elle a cependant le mérite d'illustrer les difficultés qu'une fiducie portant sur des droits sociaux peut soulever et les dangers auxquels elle expose ses utilisateurs du fait des incertitudes qui entourent encore cette opération.

**204. – Aléa social et fiducie.** Si l'on convient de qualifier le fiduciaire de propriétaire et d'attribuer le droit de vote au fiduciaire, peut-on affirmer qu'il supporte l'aléa social ? Afin de répondre à la question, il convient de distinguer la fiducie-sûreté de la fiducie-gestion.

**205. – Aléa social et fiducie : fiducie-sûreté.** Dans la fiducie-sûreté, le constituant est le débiteur, et le bénéficiaire, le créancier. Le fiduciaire, quant à lui, peut être soit le créancier lui-même, soit un tiers. Déterminons dans une telle situation sur qui pèse l'aléa social.

---

<sup>1298</sup> AMF, Commission des sanctions, déc. 10 mai 2007, Aff. *Tissier* ; *Dr. sociétés* 2007, n° 12, comm. 224, note T. BONNEAU ; *Rev. dr. banc. nov.-déc. 2007*, p. 64, note S. TORCK.

Les variations de valeur des droits sociaux affectent sans nul doute le patrimoine fiduciaire. Quant aux fruits et produits, la loi n'en règle pas le sort. Toutefois, l'application des principes traditionnels du droit des sociétés conduit à affirmer qu'ils reviennent au fiduciaire, au plus précisément qu'ils enrichissent le patrimoine fiduciaire. C'est également à cette solution que conduit l'article 546 du Code civil édictant que « *la propriété d'une chose soit mobilière, soit immobilière, donne droit sur tout ce qu'elle produit, et sur ce qui s'y unit accessoirement soit naturellement, soit artificiellement* ». Les dividendes, le *boni* de liquidation, les droits acquis suite à l'exercice d'un droit préférentiel de souscription ou le prix de vente de ce droit, viennent donc enrichir le patrimoine fiduciaire<sup>1299</sup>. Quant aux apports récupérés en cas de dissolution de la société ou les sommes résultant d'un amortissement du capital, il semble que la subrogation réelle doive être admise<sup>1300</sup> : celle-ci n'a jamais été discutée, en effet, au sein d'une universalité de droit<sup>1301</sup>.

A ce stade, on pourrait être tenté de conclure que seul le propriétaire, c'est-à-dire le fiduciaire, subit l'aléa social. Il n'en est rien en réalité. En effet, le fiduciaire est totalement désintéressé de la bonne marche de la société. Il a une simple mission de conservation<sup>1302</sup> pour le compte du créancier. La dépréciation de la chose ou sa perte n'aura d'effet pour lui que s'il a commis une faute engageant sa responsabilité<sup>1303</sup>. Inversement, il ne tire aucun avantage de l'appréciation du patrimoine fiduciaire. En réalité, seul le débiteur, constituant, supporte l'aléa social.

En effet, les droits faisant l'objet de la fiducie sont destinés à revenir *in fine* au débiteur. Ce n'est qu'au cas où le créancier n'a pas été désintéressé que ce dernier se verra transférer la propriété des parts ou actions<sup>1304</sup>. Ainsi, d'abord, l'intégralité des sommes ou droit ayant enrichi le patrimoine fiduciaire pendant l'opération reviendront normalement au constituant. Et l'appréciation du patrimoine fiduciaire – du fait d'une prise de valeur des droits sociaux ou de sommes ou droit perçus – avantage le constituant. En effet, les droits sociaux lui reviennent *in fine* s'il a réglé sa dette. À défaut, ils sont certes transférés au bénéficiaire, mais celui-ci doit lui restituer « *une somme égale à la différence entre cette valeur et le montant de la dette* »<sup>1305</sup>. Ensuite et inversement, la dépréciation des titres n'entraîne pour le créancier qu'un affaiblissement de sa garantie. S'il n'est pas désintéressé et que la valeur des droits sociaux n'y suffit pas, sa créance

---

<sup>1299</sup> Sur le sort des fruits et en ce sens, V. F. ZENATI-CASTAING et T. REVET, *Les biens*, 3<sup>ème</sup> éd., Puf, 2008, n° 279.

<sup>1300</sup> V. notamment sur cette question : M. GRIMALDI, « La fiducie, réflexion sur l'institution et l'avant projet de loi qui la consacre », *art. préc.* ; F. ZENATI-CASTAING et T. REVET, *ouvr. préc.*, n° 278.

<sup>1301</sup> V. Padage ancien « *In judiciis universalibus pretium succedit loco rei* ». V. également sur cette question, M. LAURIOL, *La subrogation réelle*, Impr. Braconnier, 1954, t. 1, notamment n° 16.

<sup>1302</sup> B. MALLET-BRICOUT, « Le fiduciaire propriétaire ? », *art. préc.*, n° 7.

<sup>1303</sup> Art. 2026 C. civ.

<sup>1304</sup> Art. 2372-3 C. civ.

<sup>1305</sup> Art. 2372-4 C. civ.

n'est pas éteinte et il n'est pas dit qu'il ne pourra pas la recouvrer par d'autres moyens. Le risque pèse donc sur le débiteur. Par ailleurs, un constat similaire peut être fait pour la perte de la chose. La loi ne règle pas expressément cette question. Si la disparition de la chose ne résulte pas de la faute du fiduciaire, il semble que seul le débiteur supporte cette perte. La perte affecte en effet le patrimoine fiduciaire qui doit revenir *in fine* au constituant, dans l'état dans lequel se trouve au terme de l'opération<sup>1306</sup>. Si l'on s'intéresse à la situation du créancier, la perte de la chose entraînera un amoindrissement de sa garantie, mais elle laissera subsister sa créance. Le risque final pèse donc encore sur le constituant. Qu'en est-il, enfin, des dettes sociales si des parts d'une société à responsabilité indéfinie sont transférées dans le patrimoine fiduciaire ? Les créanciers se serviront sur le patrimoine fiduciaire. En cas d'insuffisance cependant, le patrimoine du constituant sert de gage aux créanciers<sup>1307</sup>. Cela conforte l'idée selon laquelle seul le débiteur constituant supporte effectivement l'aléa social<sup>1308</sup>.

Il nous est donc permis de conclure que, dans une fiducie-sûreté, seul le débiteur constituant subit l'aléa social.

**206. – Aléa social et fiducie : fiducie-gestion.** Dans la fiducie-gestion, le fiduciaire est un tiers qui gère les droits affectés dans l'intérêt du bénéficiaire. Le bénéficiaire peut être soit le constituant soit un tiers. Une fiducie dont le bénéficiaire n'est pas le constituant poursuit, le plus souvent, une fin libérale, ce qui est prohibé en droit français<sup>1309</sup>. Il pourrait cependant advenir qu'une telle forme de fiducie soit utilisée pour transférer des droits sociaux à titre onéreux. Par exemple, une banque chargée de placer des actions nouvellement émises dans le public et la société émettrice concluaient fréquemment, jusqu'à présent, une convention de portage. Une telle opération pourrait désormais emprunter la figure de la fiducie. De la même manière, lorsque des droits sociaux sont cédés mais que le cessionnaire ne peut immédiatement acquérir la qualité d'associé, par défaut d'agrément prévisible ou par manque de fonds, il est courant que les parties

---

<sup>1306</sup> Sur cette question, V. F. BARRIERE, « Commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 », *art. préc.* : « Ce transfert emportera-t-il celui des risques ? Les risques passeront au fiduciaire selon les travaux parlementaires, alors que la proposition de loi initiale prévoyait expressément l'inverse. Il n'est pas certain que la jurisprudence suive l'intention du rapporteur de la Commission des lois du Sénat : la nature particulière de la propriété fiduciaire devrait, selon nous, commander une dérogation au principe et à l'adage *res perit domino* ». *Contra* PH. DUPICHOT, « Opérations fiduciaire sur le sol français », *préc.* suivant en cela les avis des rapporteurs sur le projet de loi : H. DE RICHEMONT, *Rapport fait au nom de la commission des lois*, Sénat, 11 oct. 2006, n° 11, p. 45 et X. DE ROUX, *Rapport fait au nom de la commission des lois*, Assemblée nationale, 1<sup>er</sup> février 2007, n° 3655, p. 34. En admettant même une solution contraire, remarquons que les parties ne pourraient s'en satisfaire puisqu'elle ne correspondrait pas à l'esprit de l'institution, et y dérogeraient sans doute (V. concernant les propriétés-garanties, P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 402 : « Nous laisserons ici de côté la question de la disparition de cet objet par cas fortuit car celle-ci fera le plus souvent l'objet d'une prévision contractuelle des parties mettant les risques à la charge du débiteur, détenteur du bien ».)

<sup>1307</sup> Art. 2025 C. civ.

<sup>1308</sup> Remarquons que la convention des parties peut déroger à ces principes (art. 2025 C. civ.). De telles dispositions ne correspondraient cependant pas aux finalités poursuivies.

<sup>1309</sup> Art. 2013 C. civ.



fassent appel à un tiers chargé de gérer les titres dans l'attente de la réalisation de l'opération. Cette opération qui se réalisait souvent en recourant à une convention de portage pourrait aujourd'hui prendre la forme d'une fiducie.

Comme dans la fiducie-sûreté, c'est le patrimoine fiduciaire qui subit les baisses ou bénéficie des hausses de valeur du titre. Les dividendes l'enrichissent et la disparition des titres l'affecte<sup>1310</sup>. Mais le fiduciaire ne supporte, pas plus que dans la fiducie-sûreté, l'aléa social puisqu'il n'a pas vocation à conserver les droits mis en fiducie. Ceux-ci sont destinés *in fine* au bénéficiaire. Pour autant, tant que le transfert du patrimoine fiduciaire au bénéficiaire n'a pas eu lieu, seul le constituant supporte l'aléa social, du moins si ces deux qualités ne sont pas réunies sur la tête d'une même personne. D'abord, en effet, le bénéficiaire a pu ne pas être nommé à la constitution de la fiducie<sup>1311</sup>, on voit donc mal comment l'on pourrait affirmer qu'il supporte l'aléa social. Ensuite, il n'est pas certain que le transfert ait effectivement lieu à son profit. Le contrat peut par exemple être révoqué, tant qu'il n'a pas été accepté<sup>1312</sup>. À titre d'exemple, en matière de droits sociaux, si un cessionnaire de droits sociaux ne dispose pas de fonds suffisants pour désintéresser le cédant, une fiducie pourra être constituée dans l'attente de l'obtention des fonds. Si ceux-ci ne peuvent finalement être réunis, le transfert n'aura pas lieu. De manière plus générale, lorsque le contrat prend fin en l'absence de bénéficiaire<sup>1313</sup>, les droits mis en fiducie retournent dans le patrimoine du constituant. De même, la fiducie prend fin en cas de décès du constituant. Les droits mis en fiducie retournent alors dans la succession<sup>1314</sup>. En outre, lorsque le patrimoine fiduciaire est insuffisant pour désintéresser les créanciers de la fiducie, ces derniers se voient conférer un droit de gage général sur le patrimoine du constituant. De même, la perte des droits sociaux pèsera sur le constituant, à moins qu'elle ne soit survenue par la faute du fiduciaire. C'est, enfin, au constituant que le fiduciaire doit rendre compte (ainsi qu'au bénéficiaire seulement s'il en fait la demande)<sup>1315</sup>. Tout indique donc que seul le constituant subit l'aléa social, le fiduciaire n'ayant qu'un rôle de gestion.

Sa situation est cependant différente de celle du fiduciaire dans la fiducie-sûreté. En effet, dans cette dernière situation, à aucun moment, le créancier ou le tiers nommé fiduciaire n'a la volonté de profiter de la qualité d'associé. Il est chargé d'une gestion dont le seul but est la préservation de la garantie du créancier. Il en va différemment du fiduciaire dans une fiducie-

---

<sup>1310</sup> V. *supra* n° 205

<sup>1311</sup> Art. 2018 C. civ.

<sup>1312</sup> Art. 2028 C. civ.

<sup>1313</sup> Art. 2030 C. civ.

<sup>1314</sup> *Ibid.*

<sup>1315</sup> Art. 2022 C. civ. Sur la nature ambiguë des droits du bénéficiaire, V. L. AYNÈS, « Le régime juridique de la fiducie », *Lamy dr. civil* mai 2009, p. 67 (et « Questions-débats avec la salle ») ; C. DE LAJARTE, « La nature juridique des droits du bénéficiaire d'un contrat de fiducie », *Lamy dr. civil* mai 2009, p. 71.

gestion. Celui-ci a l'intention d'exercer toutes les prérogatives attachées au titre, comme un associé. Seulement, il le fera pour le compte du constituant qui seul subit l'aléa social. Il n'agira alors pas en pleine indépendance et ses pouvoirs seront limités<sup>1316</sup>. Sa situation, d'un point de vue économique, se rapproche ainsi de celle d'un mandataire<sup>1317</sup> ou encore de celle d'une société de gestion. Certains ont d'ailleurs appelé de leurs vœux l'introduction de la fiducie-gestion en droit français afin de contourner les règles restrictives entourant le mandat<sup>1318</sup>. Effectivement, la représentation des associés, comme la gestion collective de droits sociaux, sont extrêmement encadrées. La constitution d'une fiducie serait un moyen simple de passer outre cette réglementation et il y aurait donc une incohérence à admettre ce genre d'opération, tout en maintenant les dispositions restrictives sur la représentation en assemblée et la gestion collective. C'est là une difficulté résultant du défaut d'encadrement de ces opérations en matière sociale<sup>1319</sup>. Relevons une autre difficulté, déjà rencontrée à l'occasion de l'étude d'autres mécanismes. Le fiduciaire exercera sans doute le droit de vote, sans supporter l'aléa social. Ceci paraît *a priori* problématique. Mais, en réalité, le sens du vote sera souvent guidé par les instructions contractuellement données, voire déterminé par le constituant qui lui supporte l'aléa social. Dans ces hypothèses, la difficulté disparaîtrait. Néanmoins la validité de cette convention de vote – qui paraît pourtant légitime – est douteuse au vu des restrictions à la liberté de vote de l'associé qu'elle emporte<sup>1320</sup>. Elle montre, à nouveau, que les principes classiques du droit des sociétés sont mis à mal<sup>1321</sup>.

On peut encore souligner une utilisation problématique de la fiducie lorsqu'elle a pour fin de sécuriser une convention de vote. À la manière du *trustee* dans le *voting trust*<sup>1322</sup>, le fiduciaire serait chargé de voter dans le sens prédéfini par les constituants bénéficiaires. Cette figure ne va pas sans rappeler les syndicats de blocage qui étaient apparus en France au début du XX<sup>ème</sup> siècle<sup>1323</sup>. Cette pratique ne semblerait pouvoir être admise aujourd'hui sans porter atteinte au

---

<sup>1316</sup> B. MALLET-BRICOUT, « Fiducie et propriété », *art. préc.*, n° 7 : « Ce n'est guère que lorsque la fiducie est mise en œuvre comme technique de gestion dynamique des biens que l'on peut imaginer un fiduciaire autorisé à exercer toutes les prérogatives d'un propriétaire sur les biens placés dans le patrimoine fiduciaire, et encore faut-il postuler que ce contrat reposerait sur une confiance totale placée, par le constituant, dans le fiduciaire. Car c'est bien en effet le constituant qui autorise ou non le fiduciaire à exercer telle ou telle prérogative sur le bien mis en fiducie ».

<sup>1317</sup> V. sur cette question B. MALLET-BRICOUT, « Fiducie et propriété », *art. préc.*, n° 29. V. égal. *infra* n° 528.

<sup>1318</sup> V. CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 104 et s.

<sup>1319</sup> V. sur cette question, *infra* n° 527 et s.

<sup>1320</sup> V. *supra* n° 54.

<sup>1321</sup> V. sur cette question *infra* n° 385.

<sup>1322</sup> V. par ex. R. MICHEL, *Le contrôle économique des sociétés*, Société française d'imprimerie, 1923, p. 66 et s. ; P. DIDIER, *Droit commercial, ouvr. préc.*, p. 315 et 316. V. sur le *voting trust* aux États-Unis : R. S. KARAMEL, « Voting power without responsibility or risk : how should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights ? », 55 *Vill. L. Rev.* 93, 104 (2010) ; A. DIETZ, *L'associé étranger dans les sociétés françaises*, th. Paris 1, 1975, n° 120 et s. ; G. FLATTET, « La dissociation des droits de l'action », in *Mélanges F. Guisan*, Librairie de l'Université F. Rouge & Cie, Lausanne, 1950, p. 143, spéc. p. 147.

<sup>1323</sup> A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote et l'organisation des sociétés anonymes », *art. préc.* ; P. KAYSER, « Les syndicats de blocage de titres au porteur », *art. préc.* ; B. BERENGER, *ouvr. préc.*, n° 51 et s.

principe de la liberté de vote. Elle peut être rapprochée de la constitution d'une société en vue de la sécurisation d'une convention de vote, dont la validité a été contestée lorsque c'est là son seul objet<sup>1324</sup>.

**207. – Conclusion.** Dans la fiducie-sûreté comme dans la fiducie-gestion, nous en arrivons à la conclusion que seul le constituant est exposé à l'aléa social. Dans la première situation, le créancier court uniquement le risque subi par tout créancier, c'est-à-dire celui de la diminution de valeur de sa garantie qui influe sur ses chances d'être désintéressé. Dans la seconde, le gestionnaire n'agit que pour le compte du constituant. Là encore, propriétés économique et juridique sont dissociées<sup>1325</sup>. Si le fiduciaire est qualifié de propriétaire, il n'entend pas, en réalité, profiter des prérogatives attachées aux titres, pour son propre compte du moins. Cela fait douter de la pertinence de la reconnaissance de la qualité d'associé au fiduciaire<sup>1326</sup> et de l'attribution subséquente du droit de vote. Des difficultés similaires se retrouvent dans les aliénations fiduciaires spéciales. Car si la propriété des droits sociaux va habituellement de pair avec l'aléa social, il n'en est plus ainsi lorsqu'elle est une propriété fiduciaire.

Ces mécanismes, comme ceux qui dissocient la propriété et le vote, remettent en cause l'idée traditionnelle selon laquelle l'attribution du droit de vote à l'associé garantit que seuls ceux qui sont exposés à l'aléa social sont titulaires du droit de vote. D'autres permettent encore à un associé qui supporte l'aléa social de le couvrir par ailleurs.

## II- La couverture de l'aléa social par l'associé

**208. –** Dans les hypothèses que nous nous proposons de décrire ici et contrairement aux cas envisagés jusqu'à présent, le titulaire du droit de vote subit *a priori* l'aléa social. Il n'existe pas de dissociation entre vote et propriété qui tiendrait à la spécificité de son droit sur les parts ou actions. Pourtant, l'associé n'est, en réalité, plus intéressé au bon fonctionnement social car il a couvert l'aléa qu'il assume par ailleurs dans la société.

---

<sup>1324</sup> Sur les limites de ces montages, V. *supra* n° 110. V. égal. *infra* n° 527.

<sup>1325</sup> V. G. BLANLUET, *ouvr. préc.*, n° 96 : « La jouissance du fiduciaire ou du tiers bénéficiaire demeure passive, le propriétaire fiduciaire exerçant tout ou partie des pouvoirs que son titre lui confère. Propriétaire actif, le fiduciaire n'en est pas moins un propriétaire « asservi », propriétaire de « passage », propriétaire pour compte. La propriété qu'il détient vit dans l'ombre de la jouissance. Elle est une propriété sous contrôle qui contraste singulièrement avec la propriété absolue du Code civil ». V. égal. J. ROCHFELD, *Les grandes notions du droit privé*, Puf, 2011, p. 316 et s. : « Néanmoins, en dernier ressort, si on considère les avantages de chacun des acteurs, c'est au constituant que profite réellement la valeur économique du bien : l'opération organise le transfert de la propriété des biens à son profit (que ce soit pour garantir ses créanciers et lui permettre d'accroître son crédit ou pour améliorer la gestion d'un ou de plusieurs de ses biens) ».

<sup>1326</sup> V. F.-X. LUCAS, note sous Cass. com. 23 janv. 2007, *Bull. Joly* 2007, p. 610 : « Bien qu'il soit propriétaire des titres qu'il porte, le fiduciaire de droits sociaux ne doit pas être regardé comme un associé, faute d'avoir cette qualité de partie au contrat de société qui seule fait l'associé ».

Nous distinguerons les conventions consistant à transférer contractuellement des prérogatives pécuniaires à un tiers (A), des conventions qui consistent pour un associé à s'assurer contre les pertes éventuelles qu'il viendrait à encourir (B). Nous isolerons les pratiques faisant appel à des instruments dérivés (C), qui peuvent aboutir à un transfert des prérogatives pécuniaires à un tiers ou à une assurance contre les pertes selon les cas.

## A- Le transfert conventionnel des prérogatives pécuniaires

**209.** – Un associé peut transférer contractuellement ses prérogatives pécuniaires à un tiers. Aux yeux de la société et des tiers, il demeure seul associé et continue donc de contribuer aux pertes et de percevoir les bénéfices. Il s'engage toutefois, par ailleurs, à transférer l'intégralité de ce qu'il percevra en sa qualité d'associé à un tiers, tandis que ce dernier s'engage à rembourser à l'associé les sommes qu'il aurait à verser. Nous distinguerons le cas particulier des conventions de croupier (1) avant d'envisager les autres types de transfert des prérogatives pécuniaires (2).

### 1. Les conventions de croupier

**210. – Présentation.** La convention de croupier était auparavant définie par l'ancien article 1861 du Code civil<sup>1327</sup> qui en affirmait la validité. Il énonçait : « *Chaque associé peut, sans le consentement de ses associés, s'associer une tierce personne, relativement à la part qu'il a dans la société ; il ne peut pas, sans ce consentement, l'associer à la société, lors même qu'il en aurait l'administration* ». La disposition a été supprimée par la loi du 4 janvier 1978<sup>1328</sup>, sans que la validité de ces conventions n'ait été remise en cause<sup>1329</sup>. Cette suppression a été justifiée par l'assouplissement corrélatif des règles de sortie des sociétés civiles<sup>1330</sup>. Mais ce type de conventions semble continuer d'être utilisé,

---

<sup>1327</sup> Sur l'aspect historique des conventions de croupier, V. H. LEVY-BRUHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII<sup>ème</sup> et XVIII<sup>ème</sup> siècles*, Domat-Montchrestien, 1938, p. 136 et s.

<sup>1328</sup> Loi n° 78-9 du 4 janvier 1978 modifiant le titre IX du livre III du Code civil.

<sup>1329</sup> V. notamment A. BOUGNOUX, « Sociétés en nom collectif. Parts sociales – Mutations forcées – Convention de croupier », *J.-Cl. Traités sociétés*, fasc. 59-30, n° 58 ; Y. GUYON, *Droit des affaires*, préc., n° 257 ; *Traité des contrats, Les sociétés, Aménagements statutaires et conventions entre associés*, préc., n° 269 ; J. HAMEL, G. LAGARDE et A. JAUFFRET, *Droit commercial*, t. I, 2<sup>ème</sup> vol., *Sociétés - Groupements d'intérêt économique - Entreprises publiques*, 2e éd., Dalloz, 1980, n° 439 ; J. RICHARD, « Le croupier d'associé », *Bull. Joly* 1984, p. 365 ; « La convention de croupier », *Dr. sociétés* 1986, n° 12, p. 3 ; *JCP éd. N*, 1987, 1, p. 245 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1095 ; I. URBAIN-PARLEANI, « Convention de croupier et société en participation », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avril 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 753, spéc. n° 49 ; Y. ZEIN, *Les pools bancaires*, pref. Ch. Larroumet, Economica, 1998, n° 923.

<sup>1330</sup> Sur cet assouplissement v. notamment : Y. CHARTIER, « La société dans le Code civil après la loi du 4 janvier 1978 », *JCP* 1978, I, 2917, spéc. n° 306 et s. ; M. JEANTIN, « La réforme du droit des sociétés par la loi du 4 janvier 1978 », *D.* 1978, chron. p. 173, spéc. n° 44.

notamment dans les opérations nécessitant des investissements renouvelés et de long terme<sup>1331</sup> ainsi que dans les sociétés où la cession des parts est impossible ou du moins complexe<sup>1332</sup>.

Si l'on a parfois qualifié de convention de croupier un contrat par lequel le cavalier transfère l'intégralité de ses risques de perte et de ses chances de gain au croupier, la lettre de l'ancien article 1861 suggère qu'elle est plutôt celle par laquelle l'associé « s'associe » avec un tiers, c'est-à-dire partage les bénéfices et les pertes. Aussi la Cour de cassation a-t-elle affirmé : « si, aux termes de [l'article 1861 du Code civil], chaque associé peut, sans le consentement de ses associés, s'associer une tierce personne relativement à la part qu'il a dans la société, une convention de cette nature suppose un partage entre les cocontractants des bénéfices et des pertes que cette part pourra produire »<sup>1333</sup>.

**211. – Droit de vote et aléa social.** Lorsqu'un tel partage des bénéfices et des pertes est prévu, il est permis de considérer que les deux parties assument l'aléa social. Les bénéfices et les pertes sont répartis entre le cavalier et le croupier. Quant à l'apport, les deux parties se sont « associées », selon l'ancien article 1861. La qualification de la convention de croupier en société en participation ou société créée de fait, selon le cas, a d'ailleurs parfois été retenue<sup>1334</sup>. Il est donc possible de tenir les deux parties pour apporteurs, alors même que la société ne connaît que le cavalier. Concernant le droit de vote, il est exercé par le cavalier – il est seul reconnu par la société. Celui-ci votera toutefois dans un intérêt commun. Le plus souvent, une concertation préalable sera prévue<sup>1335</sup>. C'est à nouveau le sens du terme « associer », employé dans l'ancienne définition de la convention de croupier. Si la qualification en société en participation ou société créée de fait devait être retenue, le cavalier en serait le gérant et voterait pour le compte de celle-ci. Une telle convention n'engendre donc pas de dissociation entre aléa social et droit de vote. On ne peut, en réalité, parler de véritable couverture du risque, puisque l'associé ne fait que le partager avec un tiers auquel il s'associe. Seule l'opacité que l'opération peut revêtir pourrait susciter des difficultés. Dans les sociétés cotées, notamment, la question est particulièrement sensible en matière de franchissements de seuils et d'offres publiques.

---

<sup>1331</sup> Sur les utilisations actuelles de la convention de croupier, v. notamment I. URBAIN-PARLEANI, *art. préc.*

<sup>1332</sup> Par ex. une société créée de fait. V. Y. ZEIN, *Les pools bancaires*, pref. C. Larroumet, Economica, 1998, n° 920. V. égal. P. SARRADIN, *L'associé et son croupier*, th. Paris, 1970, n° 61.

<sup>1333</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> civ. 20 juil. 1964, *Bull. civ. I*, n° 403 ; *RTD com.* 1965, p. 429, note R. SAINT-ALARY.

<sup>1334</sup> V. par ex. E. ESCARRA et J. RAULT, *ouvr. préc.*, t. 1, n° 260. Cependant, *contra* J. NERET, *Le sous-contrat*, préf. P. Catala, LGDJ, 1979, n° 148 ; A. SCHWING, « La nature juridique du droit de croupier », *Rev. sociétés* 1935, p. 152.

<sup>1335</sup> V. par ex. Cass. com. 15 déc. 1998, *Bull. civ. IV*, 1998, n° 299, p. 247, n° 97-15897 ; *Rev. Sociétés* 1999, p. 350, note D. RANDOUX ; *Defrénois* 1999, p. 1184, note J. HONORAT ; *Rev. dr. immobilier*, 1999, p. 264, note J.-C. GROSLIERE ; *D.* 1999, p. 516, note F.-X. TESTU.

La convention est plus problématique si l'intégralité des droits sociaux est cédée au croupier, alors que les bénéfices et les pertes demeurent partagés entre le cavalier et le croupier. Dans ce cas, l'apporteur réel et unique est le croupier. Le cavalier n'est qu'un associé formel et ne supporte pas pleinement l'aléa social<sup>1336</sup>. L'opération est donc douteuse. Sa qualification en convention de croupier a d'ailleurs été discutée<sup>1337</sup>. « *S'associer* » un croupier n'implique-t-il pas de ne céder qu'une partie de ses parts sociales ?

## 2. Les autres cas de transfert des droits et obligations financiers

**212. – Présentation.** Lorsque l'associé entend non pas partager les bénéfices et les pertes, mais transférer intégralement ceux-ci à un tiers, le transfert est occulte. La société demeure étrangère à l'accord et, aux yeux des tiers, l'associé est toujours titulaire de ses prérogatives. La convention peut être analysée en un accord de reprise interne<sup>1338</sup> consenti par le cocontractant.

Ces contrats, qui ont parfois été qualifiés de convention de croupier<sup>1339</sup>, échappent en réalité au champ d'application de l'ancien article 1861 du Code civil en ce que le tiers n'est pas « *associé* » : il subit seul le risque de perte et les chances de gain<sup>1340</sup>. Beaucoup refusaient ainsi de faire jouer pour ces conventions la validité de principe édictée par l'article 1861<sup>1341</sup>. Mais celui-ci ayant été supprimé, la question ne se pose toutefois plus en ces termes aujourd'hui.

Il convient de distinguer deux types d'opérations. D'une part, le cavalier peut conserver les droits politiques et confier ses prérogatives pécuniaires au croupier. D'autre part, le cavalier peut confier ses droits pécuniaires au croupier et lui conférer un droit de regard sur l'exercice des droits politiques.

**213. – Transfert des prérogatives pécuniaires seules.** Dans le premier cas, il existe une véritable dissociation entre aléa et droit de vote : l'associé transfère intégralement ses chances de gain et son risque de perte. On voit mal, de prime abord, ce qui pourrait amener un tiers à subir

---

<sup>1336</sup> Rappr. D. RANDOUX, note sous Paris 19 févr. 1979, *Rev. Sociétés* 1980, p. 283 qui souligne la dissociation des prérogatives pécuniaires et des prérogatives politiques qu'implique une convention de croupier.

<sup>1337</sup> V. notamment A. SCHWING, *art. préc.*

<sup>1338</sup> V. sur la notion : E. GAUDEMET, publiée par H. DESBOIS et J. GAUDEMET, *Théorie générale des obligations*, Réimpression de l'édition publiée en 1937, Sirey, 1965, p. 475 ; PH. MALAURIE, L. AYNES et PH. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, Defrénois, 2009, n° 1438. V. égal. A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 71 et s.

<sup>1339</sup> V. par ex. G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1095 qui affirment, en matière de convention de croupier, que « *[le cédant] doit transmettre au cessionnaire les profits qu'il retire de sa part sociale et le cessionnaire doit l'indemniser des pertes qu'il subit* ».

<sup>1340</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 20 juil. 1964, *préc.*

<sup>1341</sup> Notamment P. SARRADIN, *préc.*, n° 117.

l'aléa social sans réclamer un droit de contrôle. On pourrait toutefois imaginer un prêteur intéressé aux bénéfices et dont le remboursement permettrait à l'associé de récupérer ses prérogatives sociales. Dans ce cas cependant, toutes les prérogatives pécuniaires ne seraient pas transférées : le créancier ne courrait pas le risque de perte. Surtout, ce tiers peut avoir intérêt à supporter l'aléa social s'il est rémunéré par une prime fixe. L'opération n'est alors rien d'autre qu'un swap<sup>1342</sup>.

La validité d'une telle opération pourrait être contestée en ce qu'elle conduit à une dissociation des prérogatives financières et politiques<sup>1343</sup>. Si la cession des droits politiques indépendamment des prérogatives pécuniaires est interdite, la situation inverse doit l'être aussi sous peine d'incohérence, aux termes des articles 1832 et 1833 du Code civil. Relevons toutefois, qu'aux yeux de la société, l'associé continue de contribuer aux pertes et d'avoir vocation aux bénéfices. Si la Cour de cassation était dans le passé hostile à ces procédés, on peut se demander si, à l'heure actuelle, les solutions jurisprudentielles accommodantes sur l'appréhension des clauses léonines ne trouveraient pas à s'étendre à cette hypothèse. On remarquera toutefois que la Cour de cassation a accepté d'écarter la prohibition des clauses léonines lorsque l'opération n'avait pas pour objet l'exonération des pertes, mais le portage de titres ou la transmission de droits sociaux. Elle l'a encore fait en matière de capital-investissement, considérant que la clause d'exonération faisait partie d'une opération plus large et ayant également égard à l'utilité économique de l'opération<sup>1344</sup>. Ces considérations ne se retrouvent pas nécessairement lorsque seuls les droits pécuniaires sont transmis : l'objet de la convention paraît résider dans l'exonération de tout aléa social de telle sorte qu'on ne peut la considérer comme étrangère au pacte social. En outre, dans le cas d'opérations de capital-investissement, sans doute les plus contestables pour ce qui est de la prohibition des clauses léonines, il n'y a pas de transmission intégrale des bénéfices et des pertes ; seule l'exonération des pertes est visée et ce, pendant un temps limité. La validité d'une transmission intégrale des prérogatives et obligations pécuniaires demeure donc douteuse. La prohibition des clauses léonines pourrait encore servir de fondement à l'annulation de la convention<sup>1345</sup>.

---

<sup>1342</sup> V. *infra* n° 224.

<sup>1343</sup> V. condamnant la convention de croupier qui permettrait une dissociation totale des prérogatives financières et politiques : M. GERMAIN, « Le transfert du droit de vote », *art. préc.* *Contra* cependant mais ne semblant pas envisager cette hypothèse particulière : I. URBAIN-PARLEANI, *art. préc.*

<sup>1344</sup> V. par ex : Cass. com. 3 mars 2009, *préc.* : « *Attendu que (...) les promesses d'achat ne sont donc que la contrepartie du service financier qui leur a été rendu par la souscription des bénéficiaires à l'augmentation du capital et qu'ainsi lesdites promesses ont eu pour objet d'assurer l'équilibre des engagements en garantissant aux bénéficiaires, qui ont été avant tout dans cette opération des bailleurs de fonds, le remboursement de l'investissement auquel ils n'auraient pas consenti sans lesdites promesses, la cour d'appel, (...) a retenu à bon droit (...) que les promesses d'achat d'actions litigieuses ne contrevenaient pas aux dispositions de l'article 1844-1 du Code civil* ».

<sup>1345</sup> L'application de la disposition est cependant contestée. V. *infra* n° 245.

**214. – Transfert des prérogatives pécuniaires et politiques.** Dans cette seconde situation, il n’y a pas de véritable dissociation entre droit de vote et aléa. S’il n’y a pas de cession, au sens strict du terme, des droits politiques<sup>1346</sup>, l’exercice du droit de vote et des autres droits de gestion est en réalité contrôlé par le cocontractant de l’associé qui subit également l’aléa social. Le transfert des prérogatives pécuniaires se double d’une convention de vote. Celui qui est reconnu comme associé n’est alors qu’un prête-nom<sup>1347</sup>, tandis que son cocontractant est le propriétaire véritable<sup>1348</sup>. Ce type d’opération est *a priori* valable, si l’objectif poursuivi n’est pas frauduleux. Remarquons néanmoins que l’opération pourrait être contestée sur le terrain de la liberté de vote<sup>1349</sup>, selon les critères traditionnels de validité des conventions de vote. La condition perd pourtant toute raison d’être dans de telles situations : alors qu’elle permet habituellement la préservation du lien entre qualité d’associé et droit de vote, elle conduirait ici à permettre à un associé strictement formel et sans intérêt au sein de la société d’exercer les prérogatives politiques, au détriment de l’associé réel. Pourraient en revanche être sanctionnées les conventions ayant pour objet de contourner des dispositions légales impératives – notamment les règles d’agrément<sup>1350</sup>, les règles de représentation ou les règles de transparence –, ou des stipulations contractuelles<sup>1351</sup>.

**215. – Conclusion.** Ces conventions qui jouent sur le lien entre aléa et droit de vote sont ainsi empreintes d’incertitudes, ce qui peut rendre leur utilisation délicate. Les conventions de croupier, quant à elles, ne posent pas de difficulté notable.

## B- L’assurance

**216. – Contrat d’assurance.** Un associé est susceptible de chercher à s’assurer contre les pertes qu’il pourrait être amené à subir dans la société. Pour cela, il pourrait recourir à un contrat d’assurance, « *une convention par laquelle, en contrepartie d’une prime, l’assureur s’engage à garantir le*

---

<sup>1346</sup> V. par ex. Cass. civ. 8 juill. 1887, *D.* 1889, p. 252 ; Paris 14 janv. 1893, *S.* 1894, 2, 269 ; Trib. Seine 21 juillet 1953, *JCP* 1954, II, 8197 ; *RTD com.* 1953, p. 932 ; Paris 19 février 1979, *préc.*

<sup>1347</sup> V. sur la convention de prête-nom, A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 18.

<sup>1348</sup> V. sur ce point, C. LARROUMET, *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, th. Bordeaux, 1968, n° 93 ; A. SCHWING, *art. préc.*

<sup>1349</sup> Comp. Paris 19 février 1979, *préc.* : « *Si l’associé d’une société en nom collectif peut convenir avec un tiers de partager avec lui les produits financiers de ses parts d’intérêt, il doit conserver l’exercice de ses autres prérogatives d’associé sans pouvoir les déléguer à son croupier, tant en ce qui concerne les résolutions à prendre au cours des assemblées générales que le contrôle de la gestion sociale* ».

<sup>1350</sup> V. par ex. Paris 19 février 1979, *Rev. sociétés* 1980, p. 283, note D. RANDOUX : « *Le contrat de croupe qui porte sur des parts d’intérêt et dont la durée est la même que celle de la société en nom collectif tend, lorsque les droits du croupier sont beaucoup plus importants que ceux du titulaire des parts, vers une cession de ces parts et peut même constituer une cession déguisée, cession, qui, faite sans le consentement des autres associés, est interdite par l’article 19 de la loi du 24 juillet 1966* ». V. égal. J. RICHARD, « La convention de croupier », *préc.*

<sup>1351</sup> V. Cass. com. 14 déc. 2004, n° 02-12417, *Affaire Cora / Casino*.



*souscripteur en cas de réalisation d'un risque aléatoire prévu au contrat* »<sup>1352</sup>. L'associé bénéficie alors des chances de gain, mais est affranchi du risque de perte, service qu'il rémunère par le versement d'une prime. Cette pratique peut sembler une hypothèse d'école.

On en trouve pourtant un exemple, certes ancien, dans la jurisprudence de la Cour de cassation, encore qu'on puisse douter qu'il s'agisse d'une véritable assurance, on le verra, même si l'opération est qualifiée ainsi par les juges. Ainsi, dans un arrêt du 9 juin 1890<sup>1353</sup>, un associé commandité avait conclu à la demande et au bénéfice d'un commanditaire une assurance dont il était prévu que le capital devait revenir au second s'il ne parvenait pas à retirer sa mise de la société au moment de la liquidation. Dans le cas inverse, le capital devait être récupéré par le premier. Il avait été invoqué devant les juges qu'une telle convention de garantie était contraire à la prohibition des clauses léonines alors édictée par l'article 1855 du Code civil. La Cour de cassation l'avait néanmoins validée au motif que l'associé ne s'était pas exonéré de toute perte et que l'assurance n'émanait pas d'un coassocié mais d'un tiers. En effet, les sommes apportées n'auraient pu être reprises dans le cas où la société aurait connu des difficultés. D'un point de vue interne à la société, le pacte social ne comportait donc pas d'exonération. Cette solution a fait, à l'époque, l'objet de vives critiques<sup>1354</sup> puisque, de fait, le commandité affranchissait son commanditaire de toute perte : la convention n'était donc pas extérieure au pacte social, entendu au sens de *negotium*. Au-delà de la solution dont on n'est pas sûr qu'elle serait maintenue aujourd'hui tant la jurisprudence sur les clauses léonines a évolué<sup>1355</sup>, c'est l'économie de l'opération qui retient l'attention.

Une telle convention pourrait-elle encore se rencontrer ? En théorie, les associés pourraient toujours chercher à s'assurer contre les pertes. En pratique cependant, le recours à l'assurance, au sens strict du terme, est peu probable. En effet, « *l'assurance est l'opération par laquelle un assureur organise en mutualité une multitude d'assurés exposés à la réalisation de certains risques et indemnise ceux d'entre eux qui subissent un sinistre grâce à la masse commune de primes collectées* »<sup>1356</sup>. Cette mutualisation suppose l'homogénéité des risques et le grand nombre d'assurés<sup>1357</sup>. Cette deuxième caractéristique fait défaut par hypothèse, de telle sorte que la loi des grands nombres ne trouve plus à s'appliquer. Surtout, il est impossible de qualifier les risques d'homogènes : ils dépendent d'une multitude de

---

<sup>1352</sup> Y. LAMBERT-FAIVRE et L. LEVENEUR, *Droit des assurances*, Dalloz, 12<sup>ème</sup> éd., 2005, n° 33.

<sup>1353</sup> Cass. civ. 9 juin 1890, *D.* 1890, I, p. 409, note M. PLANIOL ; *S.* 1890, I, p. 305, note T. C.

<sup>1354</sup> V. M. PLANIOL, *note préc.* ; P. PIC, *Traité général de droit commercial – Des sociétés commerciales*, t. 1<sup>er</sup>, 2<sup>ème</sup> éd., Librairie A. Rousseau, 1925, *ouvr. préc.*, n° 49.

<sup>1355</sup> V. notamment en matière de conventions de portage : n° 108 et s.

<sup>1356</sup> Y. LAMBERT-FAIVRE et L. LEVENEUR, *ouvr. préc.*, n° 33.

<sup>1357</sup> Y. LAMBERT-FAIVRE et L. LEVENEUR, *ouvr. préc.*, n° 36 et s. ; M. PICARD et A. BESSON, *Les assurances terrestres – Le contrat d'assurance*, t. 1, LGDJ, 5<sup>ème</sup> éd., 1982, n° 13. V. égal. J. BIGOT (sous la direction de), J. BEAUCHARD, V. HEUZE, J. KULLMANN, L. MAYAUX, V. NICOLAS (avec la collaboration de), *Traité de droit des assurances – Le contrat d'assurance*, t. 3, LGDJ, 2002, n° 60.

facteurs, notamment de la taille de la société et du marché sur lequel elle se situe, marché d'ailleurs susceptible d'évoluer<sup>1358</sup>. Et si le terme « assurance » est employé dans l'arrêt précité, on peut douter qu'il s'agisse d'une assurance au sens technique du terme.

On n'entendra donc pas ici l'assurance en cette acception, mais au sens commun, comme un mécanisme permettant de transférer les risques, ou une partie des risques, associés à la valeur d'une chose dans le futur, sans la chose elle-même<sup>1359</sup>. Dans ces cas, contrairement à des mécanismes tels que le prêt, la pension ou la fiducie, il n'y a aucun transfert de propriété. À la différence du transfert de prérogatives pécuniaires encore, l'associé ne cède pas l'intégralité de ses prérogatives : le mécanisme ne sera mis en œuvre que si le risque de perte se concrétise. Enfin, la convention ne porte pas sur l'aléa social dans son ensemble, mais sur le seul risque de perte.

**217. – Garantie contre les pertes – Présentation.** Parmi les mécanismes permettant à un associé de s'assurer contre les pertes, la promesse d'achat de droits sociaux à prix plancher semble être le plus anciennement utilisé, le plus efficace mais également le plus contesté<sup>1360</sup>. Il s'agit pour l'associé de se faire consentir une promesse d'achat à prix minimum, de telle sorte que si la valeur de ses titres venait à baisser en deçà du prix fixé, il pourrait sortir de la société à des conditions avantageuses. Selon le prix, il est exonéré d'une partie des pertes, de toute perte ou bénéficie d'un revenu minimum assuré. Il faut souligner que toute promesse d'achat n'a pas pour objet l'assurance contre les pertes. Elle est parfois l'un des rouages d'une opération plus vaste : c'est le cas dans le portage et dans les cessions de droits sociaux étalées dans le temps. Ces mécanismes

---

<sup>1358</sup> V. égal. P. VERNIMMEN, par P. QUIRY et Y. LE FUR, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 2010, p. 4 : « Traditionnellement, les entreprises ont utilisé les marchés organisés d'options pour couvrir les risques financiers (risque de taux, risques de change et de prix des matières financières), limitant le recours aux assureurs traditionnels pour les risques physiques liés aux actifs. Cependant, la gamme des produits offerts par les compagnies d'assurance s'étendant, les entreprises y font de plus en plus appel pour gérer les risques produits, la responsabilité des dirigeants et les interruptions d'activité ». V. égal. P. DIDIER, *ouvr. préc.*, t. 3, p. 267.

<sup>1359</sup> V. A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 8.

<sup>1360</sup> V. égal. par ex. les clauses de *ratchet* : Y. MARTIN-LAVIGNE, « Clauses de ratchet : de la pratique anglo-saxonne au droit français », *D.* 2002, p. 1540 ; R. ROUTIER, « Les clauses de ratchet en droit des sociétés », *Bull. Joly* 2002, n° 8, p. 859. Ces clauses sont utilisées par des capital-risqueurs afin de réviser à la hausse leur participation, lorsqu'il apparaît que les titres acquis ont été surévalués. En général, le bénéficiaire de la clause acquiert, lors de l'investissement initial, des bons de souscription d'actions qui lui permettront de souscrire des actions à leur valeur nominale, en cas de dépréciation des droits sociaux et au cas où il est fait appel à des financements en capital nouveaux. Contrairement aux promesses d'achat, elles ne permettent pas une exonération des pertes totales et en toute circonstance. La faculté de ratchet ne pourra être exercée, en effet, que lorsque non seulement une dévalorisation des droits sociaux aura été constatée mais également que la société se refinancera, c'est-à-dire en cas de « *tour de table* » supplémentaire. En outre, la mise en œuvre de la clause exige des débours supplémentaires du bénéficiaire. On ne peut donc parler d'exonération des pertes au sens de l'article 1844-1 al. 2 du Code civil. La clause n'a, en réalité, pour objet que d'éviter la dilution de la participation d'un investisseur antérieur du fait de l'entrée au capital d'investisseurs nouveaux, alors que ces derniers, intervenant à un stade plus avancé du développement de la société, prennent un risque moindre.

ont toutefois déjà été abordés et ne seront pas envisagés ici<sup>1361</sup>. Nous étudierons également de manière distincte une espèce spécifique de promesses : les options de vente<sup>1362</sup>.

Ces promesses d'achat sont notamment largement utilisées dans les opérations de capital-risque. Un capital-risqueur se voit, en effet, confier des fonds qu'il devra restituer à un terme déterminé et dont il entend dégager un rendement maximal. Il cherche à les placer dans des sociétés à fort potentiel de développement, dont il se retirera avant la fin de la période d'investissement (d'une durée allant généralement de trois à cinq ans)<sup>1363</sup>. La vente de ses titres lui permettra de récupérer les fonds ainsi qu'une plus-value servant à la rémunération des bailleurs de fond et du capital-risqueur lui-même. Celui-ci cherche donc à sécuriser l'opération afin, d'une part, de se garantir une porte de sortie à terme, même en cas de mauvaise santé financière de la société, et afin, d'autre part, de minimiser son risque de perte et de maximiser ses chances de gain. Pour atteindre ce dernier objectif, la souscription par les bénéficiaires de l'opération, ses futurs associés, d'une promesse d'achat à prix plancher, au profit du capital-risqueur est tout adaptée.

**218. – Garantie contre les pertes – Validité.** Les promesses d'achat à prix plancher tombaient traditionnellement sous le coup de la prohibition des clauses léonines. Le bénéficiaire lève, en effet, l'option lorsque la valeur de ses titres est inférieure à la valeur de rachat, ce qui lui permet de ne pas subir leur dépréciation. Selon le niveau du prix plancher et ses modalités d'ajustement, le bénéficiaire pourra généralement récupérer son apport – il est ainsi garanti contre les pertes –, voire tirer un bénéfice de son investissement. À titre d'exemple, dans une affaire dont la Cour de cassation a eu à connaître dans un arrêt du 16 novembre 2004<sup>1364</sup>, un capital-investisseur avait acquis 300 actions pour un prix, incluant la prime d'émission, de 705 000 francs. Il s'était fait garantir son investissement par une promesse d'achat à un prix plancher de 700 000 francs, augmenté de 14 % par an. Au terme de la période d'investissement, il était donc certain que son placement aurait un rendement minimum légèrement inférieur à 14 % annuel. Il s'exonérait ainsi des pertes, tout en s'assurant un profit minimum sans égard aux bénéfices dégagés par l'activité sociale<sup>1365</sup>.

La validité de telles promesses d'achat de droits sociaux est pourtant aujourd'hui largement admise par la chambre commerciale de la Cour de cassation. La motivation de la Cour a évolué

---

<sup>1361</sup> V. *supra* n° 183 et s. et n° 186 et s.

<sup>1362</sup> V. *infra* n° 223.

<sup>1363</sup> V. J. GLACHANT, J.-H. LORENZI et PH. TRAINAR, *Private equity et capitalisme français*, Rapport du Conseil d'analyse économique, La documentation française, juil. 2008, spéc. p. 22.

<sup>1364</sup> Cass. com. 16 nov. 2004, n° 00-22713, *préc.*

<sup>1365</sup> V. égal. pour une opération similaire : Cass. com. 22 fév. 2005, n° 02-14392, *préc.*

au fil du temps. Elle a affirmé, dans un premier temps<sup>1366</sup>, que la promesse avait pour objet « d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties en assurant à [l'investisseur], lequel est avant tout un bailleur de fonds, le remboursement de l'investissement auquel il n'aurait pas consenti sans cette condition déterminante ». La Cour prend donc en considération la qualité de son bénéficiaire, « bailleur de fonds », de même que la particularité de la clause, incluse dans une opération plus vaste, et son utilité économique : la société n'aurait pu être renflouée sans l'intervention de l'investisseur, subordonnée à la promesse. Elle en déduit que « la clause ne contrevenait pas aux dispositions de l'article 1844-1 du Code civil dès lors qu'elle n'avait pour objet que d'assurer, moyennant un prix librement convenu, la transmission de droits sociaux entre associés et qu'elle était sans incidence sur la participation aux bénéfices et la contribution aux pertes dans les rapports sociaux ». Elle reprend ici la même motivation que celle développée en matière de cession de droits sociaux étalée dans le temps<sup>1367</sup>. Cela peut surprendre : l'objet de la promesse ne consiste aucunement, en effet, à garantir la transmission de droits sociaux, comme c'est le cas dans les cessions de droits sociaux étalées dans le temps<sup>1368</sup>. Si la promesse est incluse dans une opération plus globale tendant à renflouer la société, elle n'a, elle-même, pour objet que d'exonérer l'investisseur de tout risque<sup>1369</sup>. La Cour conclut, en tout cas, à la validité de la promesse eu égard à la prohibition des clauses léonines, non forcément qu'elle laisse subsister un aléa, mais qu'elle échappe à son champ d'application<sup>1370</sup>.

Dans un deuxième temps, la Cour de cassation, dans le seul arrêt d'ailleurs publié sur la question, s'est contentée de se référer au caractère temporaire de l'exonération<sup>1371</sup> : l'option ne pouvait en effet être levée « qu'à l'expiration d'un certain délai et pendant un temps limité », ce dont il résultait que l'investisseur « restait, en dehors de cette période, soumis au risque de disparition ou de dépréciation des actions ». Contrairement à la démarche adoptée dans l'arrêt du 16 novembre 2004, la Cour n'écarte pas l'application de l'article 1844-1 al. 2. Une promesse à prix plancher, dans une opération de capital-investissement, peut constituer une convention léonine ; il convient alors de rechercher si le bénéficiaire demeure soumis aux pertes. La Cour considère que tel était le cas en l'espèce, en se référant au caractère temporaire de l'exonération. Cette motivation semblait, toutefois, peu convaincante. D'abord, la Cour s'était refusée jusqu'alors à prendre en considération le caractère temporaire ou permanent d'une clause afin d'apprécier son caractère léonin<sup>1372</sup>. Ensuite, il n'est pas tout à fait exact de soutenir que l'investisseur est uniquement

---

<sup>1366</sup> Cass. com. 16 nov. 2004, n° 00-22713, *préc.*

<sup>1367</sup> V. *supra* n° 183 et s.

<sup>1368</sup> Rapp. D. PORACCHIA, *ouvr. préc.*, n° 458.

<sup>1369</sup> *Contra* T. MASSART, « Les pactes d'actionnaires garantissant la rémunération du capital-risqueur », *Dr. et patrimoine* 2009, n° 186, p. 75.

<sup>1370</sup> V. égal. sur cette démarche, *supra* n° 188.

<sup>1371</sup> Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-14392, *préc.*

<sup>1372</sup> Cass. req. 9 avr. 1941, *DH* 1941, jur., p. 275 : « (...) Les termes de l'article 1855 sont généraux et déclarent nulle toute stipulation de ce genre, sans distinguer si elle est contenue dans l'acte de société ou dans un acte séparé, si elle oblige la société entière ou l'un de ses membres, ni si elle est temporaire ou faite pour un temps indéterminé ».

exonéré des pertes pendant le délai d'option. L'exercice de l'option lui permettra de récupérer l'apport réalisé ainsi qu'un intérêt fixé : il est donc couvert contre toute dépréciation de ses titres, peu importe que celle-ci résulte d'un événement antérieur au début de la période de levée d'option ou concomitant à cette période. Si le capital-risqueur choisit de rester dans la société, en revanche, il subira désormais le risque de perte. Mais la prise de participation du capital-risqueur est par essence temporaire. La période d'option coïncidera généralement avec le terme de la période d'investissement. L'investisseur choisira soit de céder ses titres à des tiers avant ce terme, soit d'exercer l'option si cette solution s'avère plus rémunératrice. En aucun cas il ne restera dans la société. Il est donc illusoire de considérer que le capital-risqueur échappe à la prohibition des clauses léonines parce qu'il subirait un risque de dépréciation de ses titres au-delà de la période de levée d'option. Il est vrai, en revanche, que l'investisseur demeure soumis au risque de disparition de ses droits sociaux avant l'ouverture de la fenêtre de levée d'option. Un tel événement peut advenir en cas de dissolution de la société ou d'annulation d'actions suite à une réduction de capital motivée par les pertes<sup>1373</sup>. Remarquons, toutefois, que la probabilité d'une telle hypothèse est extrêmement faible en matière de capital-risque. Le délai qui court de l'acquisition ou de la souscription à la fin de la période d'option est en effet relativement bref (quatre ans en l'espèce), tandis que les investissements sont soigneusement étudiés. Surtout, une promesse est rarement le seul mécanisme utilisé dans ces opérations, d'autres la complètent souvent afin de minimiser le risque de perte, telles les clauses de liquidation et de cession préférentielles<sup>1374</sup>. C'est donc à l'aune de l'opération dans sa globalité que la validité de la promesse devrait être appréciée.

Dans un troisième temps<sup>1375</sup>, la Cour de cassation a approuvé une cour d'appel d'avoir « relevé, en se référant à l'ensemble des conventions liant les parties, que la promesse litigieuse tendait à assurer à [l'investisseur] qui est avant tout un bailleur de fonds, le remboursement de l'investissement auquel [il] n'aurait pas consenti sans ce désengagement déterminant, et retenu que cette promesse avait ainsi pour objet d'assurer l'équilibre des conventions conclues entre les parties », et d'en avoir déduit qu'elle ne contrevenait pas à l'article 1844-1 du Code civil. Cette solution a depuis été réaffirmée et précisée<sup>1376</sup>. La Cour revient donc à sa motivation première tout en abandonnant la référence à la notion de transmission de droits sociaux. Contrairement à ce qu'elle fait en matière de convention de portage<sup>1377</sup> ou de cession

---

<sup>1373</sup> En cas de diminution de la valeur nominale des droits sociaux, la situation du capital-risqueur n'est cependant pas affectée puisque le prix de cession des parts est déterminé.

<sup>1374</sup> Ces clauses tendent à assurer à l'investisseur qu'en cas de cession de l'ensemble des titres de la société ou en cas de liquidation de la société, il pourra récupérer sa mise (et une plus-value) prioritairement aux autres associés. V. par ex. K. NOËL et O. EDWARDS, « La liquidation préférentielle est-elle une énergie renouvelable ? », *Rev. dr. banc. fn.* sept.-oct. 2009, n° 4 ; « Les clauses de liquidation préférentielle, contour d'une pratique », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* 2010, n° 109, p. 42 ; S. ROY-BOSSI, « Les mécanismes de liquidation préférence en droit français », *Bull. Joly* 2007, p. 429. V. égal. T. MASSART, *art. préc.*

<sup>1375</sup> Cass. com. 27 sept. 2005, n° 02-14009, *préc.*

<sup>1376</sup> Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359, *préc.*

<sup>1377</sup> L'objet de la ou des promesse(s) est alors la « rétrocession » des droits sociaux.

étalée dans le temps<sup>1378</sup>, la Cour ne s'attache plus à l'objet de la promesse. La promesse tend justement à affranchir le capital-risqueur de toute perte. Or cette seule circonstance n'est pas de nature à faire échapper la convention à la prohibition des clauses léonines, sous peine de vider la disposition de toute substance. La Cour s'attache plutôt, en premier lieu, à l'objet de l'opération (et non de la promesse) au sein de laquelle la promesse s'inscrit et, en second lieu, à la qualité du bénéficiaire, simple « *bailleur de fonds* », qui lui permet d'échapper au champ d'application de la prohibition des pactes léonins.

S'il semble que l'on puisse conclure à la validité des promesses d'achat contenues dans des opérations de capital-investissement, des difficultés subsistent cependant. Il reste en effet à déterminer ce qu'est un bailleur de fonds, notion polysémique que la Cour ne définit pas<sup>1379</sup>. Le terme, en son sens de prêteur<sup>1380</sup>, n'est pas approprié à la situation du capital-risqueur. Loin d'être un prêteur, il entend contrôler au plus près la situation de la société et gère activement son investissement<sup>1381</sup>. Ce mot semble toutefois plus rarement désigner un commanditaire<sup>1382</sup>. Sous cette acception, il qualifie mieux la situation du capital-risqueur, intéressé aux bénéfices, attaché à contrôler la gestion sociale sans toutefois s'y impliquer pleinement, et désireux de limiter son risque. Cette comparaison demeure vague cependant. On comprend que tout individu répondant à ces critères ne puisse se voir affranchir de la prohibition des pactes léonins, sous peine d'annihiler les effets de l'article 1844-1 al. 2. Les juges examineront donc, au cas par cas, la situation de l'investisseur et l'économie de l'opération. Des incertitudes continuent ainsi de peser sur ces opérations.

Pourrait-on notamment étendre la solution à des promesses d'achat à prix plancher isolées, étrangères à toute opération de capital-investissement, de portage ou de cessions de droits sociaux ? Dans ce cas, aléa et droit de vote sont dissociés sans qu'aucune justification ne puisse être trouvée à l'exonération des pertes. Pourtant, dans un arrêt du 10 janvier 1989<sup>1383</sup>, la chambre commerciale avait paru consacrer la validité de principe de telles conventions. Alors qu'une promesse d'achat de droits sociaux avait été consentie dans le cadre d'une cession étalée dans le temps, la Cour a, en effet, approuvé une cour d'appel d'avoir « *constaté que la stipulation litigieuse constituait une promesse d'achat d'actions (...) à un cours déterminé, qu'elle était donc étrangère au pacte social et sans incidence sur l'attribution des bénéfices aux associés et sur leur contribution aux pertes* ». Il semblait

---

<sup>1378</sup> L'objet est alors la « *transmission* » des droits sociaux.

<sup>1379</sup> V. T. MASSART, *art. préc.*

<sup>1380</sup> V. par ex. G. CORNU (sous la direction de), *préc.*, V<sup>o</sup> Bailleur de fonds : « *Personne qui consent un prêt dont le montant a une destination déterminée (...)* ». V. égal. rapprochant la notion de bailleur de fonds et celle de prêteur, F.-X. LUCAS, note sous 3 mars 2009, *préc.*

<sup>1381</sup> V. par ex. J. GLACHANT, J.-H. LORENZI et PH. TRAINAR, *rapport préc.*, p. 24.

<sup>1382</sup> *Ibid* : « (...) Dans le code de commerce, l'expression est employée parfois pour désigner le commanditaire ».

<sup>1383</sup> Cass. com. 10 janv. 1989, *préc.*

possible de déduire que toute promesse d'achat d'actions à prix plancher était désormais licite. Mais les décisions ultérieures de la Cour de cassation montrent qu'il n'en est rien. Si elle admet aujourd'hui largement la validité de telles conventions, elle souligne systématiquement la spécificité des promesses qui lui sont soumises. Dans le portage, comme dans les cessions de droits sociaux, elle insiste sur l'objet de la promesse, distinct de l'exonération du risque social. En matière de capital-investissement, elle s'attache à l'appartenance de la promesse à une opération plus globale, à « l'équilibre » de laquelle elle est nécessaire. On ne saurait donc déduire de cette jurisprudence la validité de principe des promesses d'achat de droits sociaux à prix plancher isolées. Il convient, dans chaque cas, de rechercher si la promesse s'inscrit dans une opération plus globale à l'économie de laquelle elle est nécessaire, ce qui la ferait échapper à la prohibition des clauses léonines<sup>1384</sup>, et à défaut si elle entraîne une exonération totale des pertes.

**219. – Promesses d'achat à prix plancher et vote.** Si la validité des promesses d'achat à prix plancher eu égard à la prohibition des clauses léonines n'est pas admise par principe par la Cour de cassation, on ne peut nier qu'elle adopte une position souple légitimant beaucoup d'entre elles alors qu'elles opèrent sans conteste une dissociation entre l'aléa social et le droit de vote. Les juges prennent soin de justifier cette solution en se référant à l'esprit de l'opération dans laquelle ce type de conventions s'inscrit. Mais cette justification n'est pas convaincante. L'exonération est l'objet même de la promesse. Et l'objectif d'un capital-risqueur est d'aider une entreprise dans sa croissance en y prenant une participation qui lui confèrera un droit de contrôle sur l'usage des capitaux apportés, tout en minimisant son risque de perte. Lorsque le risque de perte n'est plus minimisé mais annihilé, l'opération devient problématique. Admettre la validité d'une opération dont l'objectif est une exonération quasi-totale des pertes constitue à n'en pas douter une atteinte à la prohibition des clauses léonines et autoriser la couverture de l'aléa social. Pourtant, contrairement au porteur, le capital-risqueur n'a pas un comportement neutre au sein de la société : il entend profiter du droit de contrôle qui lui est reconnu. L'alignement des intérêts des votants est mis à mal.

### C- Les dérivés

**220. –** Dans les sociétés par actions, les instruments dérivés ou instruments financiers à terme<sup>1385</sup>, s'avèrent particulièrement efficaces afin de couvrir non seulement le risque de perte

---

<sup>1384</sup> V. récemment Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039 ; *Rev. sociétés* 2010, p. 170, obs. A. LIENHARD ; *RTD com.* 2010, p. 379, note P. LE CANNU et B. DONDERO.

<sup>1385</sup> Le droit de l'Union européenne fait référence aux « instruments dérivés » comme aux « instruments financiers » (V. Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers ; Règlement CE 1287/2006 du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la

mais également, selon le cas, les chances de gain<sup>1386</sup>. Ceux-ci sont souvent rapprochés de l'assurance<sup>1387</sup>, en ce que, comme elle, ils permettent « de transférer le risque associé à la valeur d'une chose dans le futur sans la chose elle-même »<sup>1388</sup>. Ils autorisent cependant plus de souplesse et la poursuite de finalités variées<sup>1389</sup>. Sans définition légale<sup>1390</sup>, ils sont des instruments dont la valeur dépend d'autres actifs, appelés sous-jacents<sup>1391</sup>.

Ces produits financiers portaient originellement sur les marchandises<sup>1392</sup>, en permettant au producteur ou à l'utilisateur de marchandises de se couvrir respectivement contre une baisse ou une hausse des cours. Ils ont toutefois pris leur essor dans les années 1970 lorsqu'à la suite à l'abandon du système de parité fixe résultant des accords de *Bretton Woods*, les multinationales ont éprouvé le besoin de se couvrir contre les évolutions des taux de change<sup>1393</sup>. Postérieurement, se sont développés toutes sortes d'instruments portant sur des sous-jacents variés<sup>1394</sup>. Seuls nous intéresseront ici les dérivés portant sur des actions. Leurs utilisateurs peuvent poursuivre trois stratégies distinctes<sup>1395</sup>. Certains recherchent une couverture : celui qui détient un portefeuille

---

directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil), tandis que le droit français se réfère aux « instruments financiers à terme », bien que la liste qui en ait été dressée soit presque identique.

<sup>1386</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 12 ; P. GRUSON, *Le MATIF – Mécanismes des contrats à terme*, Dunod, 1991.

<sup>1387</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 12 ; P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 3, *La monnaie – Les valeurs mobilières – Les effets de commerce*, 1999, p. 266 ; A.-C. MULLER, « Aléa et marchés financiers », in *L'aléa, Journées nationales*, Le Mans, t. 14, Association H. Capitant, Dalloz, 2010, p. 75, spéc. p. 80 et 81 ; sur la distinction entre assurance et dérivés : F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, *ouvr. préc.*, n° 227 et s. V. égal. A. CAILLEMER DU FERRAGE, « Franchissements de seuils et publicité des pactes d'actionnaires », *Rev. dr. banc. et fin.* janv.-févr. 2009, p. 35 : « Ils apparaissent, comme des " buvards juridiques ", neutres en tant que tels et qui empruntent leur qualification juridique au contexte dans lequel on les utilise. Un dérivé, ce peut-être un outil de gestion de risque mais aussi une assurance, une sous-participation en risque, un pacte d'actionnaire ou même un financement ».

<sup>1388</sup> A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 8. V. égal. J.-B. MOJUYE, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)* en France et aux États-Unis, Préf. C. Jauffret-Spinosi, LGDJ, 2005, n° 168 et s.

<sup>1389</sup> J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 87 et s. V. égal. sur la distinction entre les dérivés et l'assurance, A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 185 et s. V. égal. P. GRUSON, *ouvr. préc.*, p. 10.

<sup>1390</sup> Les textes français et européens procèdent par énumération : art. D. 211-1A C. mon. fin. ; Directive 2004/39/CE, *préc.*, annexe, section C.

<sup>1391</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 150 ; A. HUDSON, *The law on financial derivatives*, Thomson - Sweet & Maxwell, 2006, spec. 2-03 ; A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 2 ; J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 1 ; B. H. CAMPBELL et B. A. GARNER, *Black's Law Dictionary*, Thomson West, 8ème éd., 2004 ; J. SMULLEN et N. HAND, *A dictionary of finance and banking*, Oxford press university, 3ème éd., 2005 ; V. égal. pour une présentation détaillée des marchés de dérivés : *Commission Staff Working Paper accompanying the Commission Communication Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, SEC(2009) 905 final, 3 juil. 2009, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>1392</sup> J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 37 et s. ; D. C. CHANCE, *Essays in derivatives*, éd. John Wiley and sons, 1998, p. 16 et s.

<sup>1393</sup> V. S. AGBAYISSAH, « Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », in *Mélanges AEDBF*, t. 2, Banque éd., 1999, p. 15 ; K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers – Étude juridique*, préf. Ch. Gavalda, LGDJ, 1996, n° 15 et s. ; J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 97 et s.

<sup>1394</sup> V. F. CASTRES SAINT-MARTIN-DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », in *Mélanges Terré*, PUF, 1999, p. 661 : « L'histoire des contrats financiers est celle d'une abstraction progressive des objets des obligations que l'on appelle en droit financier les "sous-jacents" du contrat. Ces contrats, à l'origine conclus pour des biens matériels, se sont saisi des biens immatériels et portent aujourd'hui sur des éléments virtuels ».

<sup>1395</sup> V. J. HULL, Edition française dirigée par P. ROGER avec CH. HENOT et L. DEVILLE, *Options, futures et autres actifs dérivés*, 6ème éd., Pearson Education, 2007, p. 9 et s.



d'actions court le risque social et souhaite s'affranchir de ce risque<sup>1396</sup>. D'autres cherchent à spéculer, c'est-à-dire à parier sur l'évolution du cours des actions afin d'en tirer un gain<sup>1397</sup>. Des utilisateurs poursuivent, enfin, une stratégie d'arbitrage, c'est-à-dire entendent tirer profit des imperfections des marchés, plus précisément de différentiels de prix observables sur des marchés distincts<sup>1398</sup>. Nous ne nous attarderons guère sur ce dernier objectif : l'investisseur ne s'intéresse pas à la gestion sociale. Les deux premiers, en revanche, sont susceptibles de poser des difficultés qu'il convient d'exposer.

Leurs utilisateurs peuvent d'abord chercher à s'assurer contre les pertes qu'ils pourraient encourir (1). Parfois, cette pratique va plus loin : l'associé ne se contente pas de couvrir son risque, il peut avoir intérêt à la baisse de la valeur des titres (2). Ces pratiques sont difficilement décelables. Mais il ne s'agit pourtant pas d'hypothèses d'école, ainsi qu'en témoignent des affaires récentes (3).

## 1. L'assurance contre les pertes

**221. – Présentation.** Certains actionnaires peuvent trouver une assurance facile contre le risque de perte en souscrivant des instruments dérivés. Ceux-ci, selon le cas, peuvent également leur permettre de s'affranchir de l'aléa social dans son ensemble. Nous présenterons ces produits financiers en distinguant les « ventes » à terme, les options de vente et les swaps.

**222. – Contrats à terme fermes.** Pour l'actionnaire, un premier moyen de couvrir son risque est de conclure ce qui est communément appelé dans la pratique financière une « vente » à terme de ses actions, et qui peut être plus exactement dénommé contrat à terme ferme<sup>1399</sup>. Il s'exonère ainsi de tout risque de perte, mais également de toute chance de gain. Les modalités de dénouement peuvent être triples. Il peut, d'abord, être convenu que la propriété des actions sera transmise au terme du contrat (contrats « *physically settled* »). Il s'agit alors d'une vente assortie d'un terme suspensif<sup>1400</sup>. Il peut, ensuite, être prévu que les titres ne seront pas livrés mais que le contrat se dénouera par le paiement d'un différentiel de cours (contrats « *cash settled* ») : si les

---

<sup>1396</sup> V. K. MEDJAOUÏ, *préc.*, n° 83 et s. ; J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 172 et s.

<sup>1397</sup> V. K. MEDJAOUÏ, *préc.*, n° 86 et s. ; J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 194 et s.

<sup>1398</sup> V. K. MEDJAOUÏ, *préc.*, n° 90 et s. ; J.-B. MOJUYE, *préc.*, n° 180 et s.

<sup>1399</sup> V. la définition donnée par l'article P/M 1.3.4 des règles de marché d'Euronext – livre II : règles particulières applicables aux marchés réglementés français, disponibles sur <http://www.euronext.com> : « Le contrat à terme ferme constitue l'engagement, à un prix et à une date déterminés :

- pour l'acheteur de prendre livraison et de régler l'actif sous-jacent ;

- pour le vendeur de livrer et de recevoir le règlement de l'actif sous-jacent ».

<sup>1400</sup> Mentionnons que la qualification de dérivé des contrats dénouables en nature est contestée. V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 150, p. 229 ; Comp. A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 32 qui considère que l'article D. 211-1 A du C. mon. fin. qualifie à tort ces contrats d'instruments financiers à terme.

cours ont augmenté, le « vendeur » devra payer la différence entre le cours et le prix convenu ; si les cours ont baissé, « l'acquéreur » règlera la différence entre le prix convenu et le cours du sous-jacent. Remarquons alors que si l'opération est dénommée « vente » dans la pratique financière, cette qualification ne convient pas juridiquement. La qualification de pari a été avancée<sup>1401</sup>. Enfin, une troisième modalité réside dans la stipulation d'une obligation alternative entre le paiement d'un différentiel et la livraison physique du sous-jacent.

L'actionnaire qui a ainsi « vendu » ses titres s'affranchit donc de tout aléa social alors que, demeurant propriétaire, il exerce le droit de vote<sup>1402</sup>. Seul le risque lié à la disparition des titres subsiste toutefois. L'utilisation de ces instruments financiers ne va pas sans rappeler la problématique des transferts temporaires de titres déjà envisagés<sup>1403</sup>. Ne pourrait-on également rapprocher celui qui souscrit des contrats à terme sur les marchés financiers de celui qui organise une cession de ses droits sociaux étalée dans le temps par le biais de promesses à prix plancher ? Les mécanismes sont certes différents, mais l'objet des conventions n'est-il pas, dans les deux cas, d'assurer une cession, à terme, de droits sociaux à un prix garanti ? Or on sait que la Cour de cassation valide ces conventions en dépit de la prohibition des clauses léonines en se référant à l'objet de la convention qui est d'assurer la transmission des droits sociaux, et non d'affranchir le cessionnaire du risque de perte. L'échelonnement de la cession dans le temps, répondant à des besoins divers, suppose, en effet, qu'un prix minimum de cession soit garanti. La cession a été conclue et doit avoir lieu à terme : il est légitime que les parties aient d'ores et déjà convenu d'un prix, quitte à ce que des modalités de révision soient prévues. Le cédant ne désire donc pas s'affranchir de l'aléa social : il entend assurer la cession de ses titres et la clause de cession à prix plancher en est une modalité nécessaire. Faut-il assimiler ces opérations à celle que la conclusion de contrats financiers pourrait permettre ? La réponse paraît devoir être négative. Certes, une acquisition d'instruments dérivés pourrait permettre la poursuite d'un tel objectif. Le champ des possibilités offert par les instruments dérivés est toutefois plus large et les finalités poursuivies sont le plus souvent spéculatives. D'une part, le dénouement pourra se faire par le paiement d'une différence. On conçoit alors que la cession des titres n'est pas le but de l'opération. D'autre part, les contrats financiers peuvent être conclus sur des marchés réglementés ou organisés. La liquidité de ces marchés, la standardisation des contrats qui y sont conclus, expliquent les stratégies variées au sein desquelles la souscription d'un contrat financier peut s'inscrire. Ainsi, même lorsqu'une livraison physique est prévue, les contrats se dénouent rarement par une

---

<sup>1401</sup> V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 163. V. égal. P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, Préf. J.-J. Daigre, RJS éd., 2011, n° 20.

<sup>1402</sup> C'est là la pratique que certains ont dénommés « *empty voting* », ou en français « *vote vide* » : H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *art. préc.* ; « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *préc.* ; C. CLERC, « Prêt de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *art. préc.*

<sup>1403</sup> V. *supra* n° 183.

livraison effective. Celui qui a souscrit un contrat vendeur peut solder sa position en souscrivant un contrat de mêmes caractéristiques en position acheteuse<sup>1404</sup>. Aussi l'utilisation d'instruments dérivés permet-elle la poursuite d'objectifs bien plus divers que ce que le permet la conclusion de promesses ou de ventes à terme traditionnelles. Les difficultés relatives au droit de vote diffèrent par conséquent.

**223. – Options de vente.** La souscription d'options de « vente » d'actions constitue également un moyen de couvrir son risque. Une option de « vente » est un contrat financier<sup>1405</sup> par lequel « l'acheteur » de l'option obtient du « vendeur », moyennant le paiement d'une prime, le droit, mais non l'obligation, de vendre une quantité déterminée de l'actif sous-jacent, à un prix convenu d'avance au cours d'une période ou à une date déterminée<sup>1406</sup>. Mentionnons là encore que les termes d'« acheteur » et de « vendeur » employés dans la pratique financière sont inexacts juridiquement. Il peut être prévu que le contrat se dénouera par la livraison physique des titres. Il s'agit alors d'une promesse d'achat que se fait consentir « l'acquéreur », moyennant le versement d'une prime<sup>1407</sup>. Il peut encore être convenu que le contrat se dénouera par le paiement d'un différentiel. Enfin, il peut être laissé le choix à l'acquéreur entre ces deux modalités. Le propriétaire de droits sociaux qui se fait consentir une option de « vente » sur ces mêmes droits s'affranchit donc de tout risque de perte : si le cours vient à baisser, il exercera son option. Il court, toutefois, toujours une chance de gain contrairement au souscripteur d'un contrat à terme ferme : si le cours augmente, il renoncera à son option. Ces mécanismes sont donc comparables aux promesses d'achat traditionnelles. Cependant, comme en matière de vente à terme<sup>1408</sup>, les modalités de dénouement variées, la possibilité de conclure de telles options sur des marchés organisés ou réglementés et les spécificités qui en découlent offrent aux parties un vaste champ de possibilités d'utilisation.

**224. – Swaps.** La conclusion d'un swap portant sur des actions est encore un moyen efficace de couverture. Dans certains cas, un tel mécanisme permet de reproduire les effets économiques d'une cession, alors même que l'associé reste titulaire de ses actions. Une définition, relativement vague, est souvent donnée : il s'agit d'une transaction financière dans laquelle les parties s'accordent pour s'échanger certains paiements à des dates déterminées<sup>1409</sup>. D'un point de vue

---

<sup>1404</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, n° 156 ; F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », *art. préc.* V. égal. P. PAILLER, « Existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ? », *RTDF* 2010, n° 4, p. 36.

<sup>1405</sup> Elle peut également prendre la forme d'un warrant ou bon d'option, c'est-à-dire d'un titre financier.

<sup>1406</sup> V. Article P/M 1.3.1, Règles de marché d'Euronext – livre II : règles particulières applicables aux marchés réglementés français. V. égal. J. HULL, *ouvr. préc.*, p. 7 et s.

<sup>1407</sup> En ce sens, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 174 ; A. GAUDEMET, *th. préc.*, n° 48 et s.

<sup>1408</sup> V. *supra* n° 222.

<sup>1409</sup> V. P.-A. BOULAT et P.-Y. CHABERT, *Les swaps, technique contractuelle et régime juridique*, Masson, 1992, p. 26 et s. ; P.-Y. CHABERT, *Les swaps*, th. Clermont-Ferrand I, 1998, p. 60 ; D. M. CHANCE, « Equity Swaps and Equity

juridique, la qualification de l'opération est sujette à discussion : échange, accord de reprise interne, contrat à terme ferme, pari, contrat *sui generis*<sup>1410</sup>... Il semble, en réalité, que les swaps ne constituent pas une catégorie unitaire mais que leur qualification dépende des modalités de détermination des sommes dues et des modalités du paiement<sup>1411</sup>.

Les swaps les plus courants sont ceux qui portent sur des taux d'intérêts et des taux de change<sup>1412</sup>. Mais les sous-jacents utilisés afin de déterminer les « jambes » du swap, c'est-à-dire l'ensemble des paiements devant être effectués par chaque partie, sont divers<sup>1413</sup>. Ainsi, les swaps dont les paiements effectués par une partie au moins sont fixés par référence à la valeur d'une action ou aux flux financiers qui y sont liés, ont vu le jour à la fin des années 1980<sup>1414</sup>. On parle communément d'*equity swap*. La pratique visait alors essentiellement à contourner les obstacles fiscaux dans les investissements internationaux. Depuis, ont été découvertes les possibilités nombreuses offertes par ces contrats. Ces swaps peuvent revêtir diverses formes<sup>1415</sup>.

Certains sont dénommés *equity price return swap*. Les paiements effectués par l'une des parties sont calculés par référence aux variations d'un indice sur actions, au rendement d'un panier d'actions ou, pour ce qui nous intéresse, d'une action. Plus précisément, à la fin de chaque période, si l'action s'est dépréciée, le cocontractant versera le montant correspondant à la baisse du cours appliquée au nominal du swap. Inversement, si l'action s'est appréciée, c'est la partie ayant entendu garantir son risque de cours qui versera le montant correspondant à la hausse du

---

Investing », *The Journal of Alternative Investing*, 7 (Summer, 2004), p. 75 ; A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 74 ; A. HUDSON, *ouvr. préc.*, n° 2-73 ; J. HULL, *ouvr. préc.*, p. 147.

<sup>1410</sup> V. pour les qualifications d'accord de reprise interne, de contrat assorti d'un terme suspensif notamment, selon les cas : A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 71 et s. Comparant certains swaps à des ventes à terme : A. HUDSON, *préc.*, n° 2-107. Optant pour la qualification de « famille de contrats *sui generis* » : P.-A. BOULAT et P.-Y. CHABERT, *préc.*, p. 70. Pour une qualification d'échange lorsque le swap suppose une livraison physique des actifs sous-jacents et de pari lorsque toute livraison physique est exclue : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 166-2 ; F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », *art. préc.* Pour la qualification d'échange : J.-P. MATTOUT, *Droit bancaire international*, Rev. Banque éd., 3<sup>ème</sup> éd., 2009, n° 446. Sur les différentes qualifications v. égal. : P.-A. BOULAT et P.-Y. CHABERT, p. 59 et s. ; P. PAILLER, *ouvr. préc.*, n° 22.

<sup>1411</sup> Notamment A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 87 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 166-2.

<sup>1412</sup> La pratique est en effet née des difficultés des entreprises à emprunter des devises étrangères : les taux qui leur étaient consentis étaient généralement dispendieux et il existait fréquemment des barrières protectionnistes qui les empêchaient d'emprunter au-delà d'un certain montant (A. HUDSON, *préc.*, n° 2-73 et s. ; P.-A. BOULAT, *Le régime juridique des échanges de taux d'intérêt (swaps)*, th. Paris 2, 1987, p. 16 et s.). Le recours à un swap, conclu avec une entreprise ayant des besoins inverses ou avec une banque pouvant accéder à des emprunts de devises avantageux, s'est alors considérablement développé. La banque faisait profiter l'entreprise d'un taux d'emprunt de devises avantageux tandis que cette dernière lui versait une rémunération déterminée par référence à un taux fixe ou variable.

<sup>1413</sup> Pour une présentation synthétique des différents types de swap : D. M. CHANCE, *ouvr. préc.*, p. 13 et s.

<sup>1414</sup> D. M. CHANCE, « Equity Swaps and Equity Investing », *préc.* ; P. BOSTER, D. M. CHANCE et D. RICH, « Executive equity swaps and insider dealings », *Financial management*, 25 (summer 1996), p. 14 ; F. NORRIS, « For Wall Street, a new tax break », *The New York Times*, 29 mars 1994.

<sup>1415</sup> Pour une explication détaillée : J. RAMIREZ, *Handbook of Corporate Equity Derivatives and Equity Capital Markets*, Wiley, 2011.

cours appliquée au nominal du swap. En contrepartie de cette « *garantie de cours* »<sup>1416</sup>, cette dernière verse une rémunération à son cocontractant. Selon le contrat, elle peut consister en un taux fixe ou un taux variable, ou encore être calculée par référence au rendement d'une autre action, d'un indice ou d'un panier d'actions. Il peut également être stipulé que s'ajouteront au paiement calculé par référence au rendement de l'action les dividendes éventuellement perçus. On parle alors de *total return swap*<sup>1417</sup>. Dans d'autres cas, plus rares, les flux financiers liés à l'action (jambe action) ne sont pas calculés en référence à son « rendement » mais seuls les dividendes perçus devront être versés au cocontractant. Bien qu'en théorie ces swaps puissent porter sur tout type de droits sociaux, ils supposent en réalité que les titres soient évaluables facilement et de manière fiable. En outre, il est le plus souvent nécessaire que les titres sous-jacents puissent être acquis et cédés aisément, pour des besoins de couverture essentiellement. Un *swap* porte donc quasi-exclusivement sur des actions cotées<sup>1418</sup>.

Les swaps d'actions répondent à des besoins variés<sup>1419</sup>. Ils sont particulièrement utiles lorsqu'un gestionnaire entend diversifier son portefeuille en acquérant des titres étrangers. La conclusion d'un swap, au lieu d'une acquisition d'actions, permet de passer outre les réglementations protectionnistes et les obstacles fiscaux. Le cocontractant sera généralement une banque intéressée par la rémunération que l'opération lui procure. Inversement, le détenteur d'un portefeuille peu diversifié peut désirer céder certains de ses droits sociaux pour en acquérir d'autres. La plus-value de la cession sera cependant taxée. Il peut donc conserver ses titres mais conclure un swap qui l'affranchit totalement de l'aléa social. Dans la même opération, ou par la conclusion d'un autre swap, il prend position sur d'autres actifs. L'opération aboutit, financièrement, au même résultat que celui qu'il aurait obtenu s'il avait cédé ses titres et en avait acquis de nouveaux, tout en lui permettant d'échapper à l'imposition qui aurait résulté de la cession. Il en va de même d'une personne qui souhaiterait se défaire de ses titres mais qui ne le peut, par exemple parce qu'ils sont temporairement inaliénables ou parce que leur aliénation lui ferait perdre des avantages qu'il entend conserver<sup>1420</sup>. Il en va encore ainsi lorsque des dirigeants, obligés de détenir des actions de garantie, entendent couvrir leur risque sans se départir des actions. Plus simplement encore, un actionnaire majoritaire peut désirer conserver son pouvoir au

---

<sup>1416</sup> L'expression est proposée par A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 91.

<sup>1417</sup> Appelé également en français *swap de transfert de rendement total*.

<sup>1418</sup> V. égal. n° 213.

<sup>1419</sup> Pour des exemples variés d'utilisation, V. D. M. CHANCE, *art. préc.* V. égal. pour une explication du mécanisme et de ses utilisations : *CSX Corporation v The Children's Investment Fund Management LLP et al.*, United States District Court Southern District Of New York, 11 juin 2008, disponible sur : <http://www1.nysd.uscourts.gov>.

<sup>1420</sup> Par exemple, dans les programmes de stock-options, le bénéficiaire qui a levé l'option bénéficie d'un taux d'imposition réduit sur la différence entre la valeur de l'action et le prix d'exercice de l'option, lorsque les titres sont conservés au moins deux années. En outre, cet avantage peut être analysé non en un complément de salaire mais en une plus-value sur valeurs mobilières lorsque les actions sont nominatives et demeurent indisponibles pendant quatre années. V. art. 80 bis I et 163 bis C CGI.

sein de la société tout en diversifiant ses actifs<sup>1421</sup>. Des stratégies plus complexes peuvent encore être suivies. À titre d'exemple, l'utilisation de swaps peut viser à contourner la réglementation des participations croisées ou de l'autodétention<sup>1422</sup>.

Dans ces hypothèses, la conservation du pouvoir au sein de la société, sans subir le risque y afférent, est parfois recherchée. Quand bien même la dissociation des prérogatives pécuniaires et des prérogatives sociales n'est pas la finalité poursuivie par le titulaire des droits sociaux, l'opération n'est pas exempte de difficulté d'un point de vue politique. Son cocontractant – qui supporte désormais un aléa très proche de l'aléa social – peut en effet souhaiter influencer sur la gestion sociale. Il en est ainsi, par exemple, lorsque des sociétés concluant un swap s'échangent leurs services afin d'échapper aux règles de l'autodétention ou des participations croisées. De même, lorsque le contractant entend investir à l'étranger sans acquérir directement des titres, il est soumis à l'aléa social et peut en conséquence désirer participer à la gestion sociale. Or dans ces hypothèses, le cocontractant acquiert souvent les titres liés au swap en guise de couverture. Il sera donc aisé pour l'autre partie d'influencer la marche sociale<sup>1423</sup>. Elle pourra encore facilement acquérir les actions acquises en couverture, à la fin de l'opération, alors que son contractant cherchera à s'en défaire, ce qui pourrait faciliter des prises de contrôle rampantes<sup>1424</sup>. De manière plus générale, la conclusion du swap peut répondre à une volonté de discrétion, lorsqu'une acquisition d'actions soumettrait l'actionnaire à une obligation de transparence.

Pour évaluer les effets du swap sur l'aléa social, il faut encore s'intéresser à sa forme. Lorsque seuls les dividendes doivent être transférés, l'associé subit toujours le risque social. Il se départit, en revanche, d'une fraction de ses chances de gain. On ne peut donc pas considérer qu'il y ait une véritable dissociation des prérogatives financières et des prérogatives politiques. À l'inverse, un *total price return swap* équivaut économiquement à une véritable cession d'actions : pendant la durée du swap, l'associé est affranchi de tout aléa social. Entre les deux, le *price return swap* permet d'exonérer l'associé de toute perte, celui-ci restant très partiellement intéressé par une éventuelle perception de dividendes. On pourrait être tenté de qualifier ces deux dernières opérations de convention de croupier. Mais la convention de croupier est celle par laquelle un associé « s'associe » un tiers, et non celle par laquelle il lui transfère l'intégralité de l'aléa social. On pourrait dès lors douter de la validité de tels mécanismes lorsqu'ils permettent la couverture du

---

<sup>1421</sup> Il existe de la littérature sur ces dernières utilisations aux États-Unis. V. par ex. P. BOSTER, D. M. CHANCE et D. RICH, « Executive equity swaps and insider dealings », *art. préc.* ; F. NORRIS, « For Wall Street, a new tax break », *art. préc.* ; D. M. SCHIZER, « Executives and hedging : the fragile legal foundation of incentive compatibility », *Columbia law review* mars 2000, p. 440.

<sup>1422</sup> V. L. ASSAYA, *art. préc.* ; A. GAUDEMET, *ouvr. préc.*, n° 90.

<sup>1423</sup> V. *infra* n° 314.

<sup>1424</sup> V. *infra* n° 321.

risque de perte, voire des chances de gains d'un actionnaire. Certes, ils pourraient, comme les conventions de portage ou les cessions de droits sociaux à prix plancher, être validés par la jurisprudence lorsqu'ils « *ne portent pas atteinte au pacte social* », c'est-à-dire lorsque le titulaire des actions n'est qu'un bailleur de fonds ou que le swap s'inscrit dans une opération plus globale de transmission de droits sociaux entre associés<sup>1425</sup>. Hors ces cas, qui ne semblent pas les plus fréquents, on peut s'interroger sur la validité de ces swaps au regard des principes classiques du droit des sociétés.

## 2. L'intérêt à la baisse

**225. – Présentation.** Un associé peut entendre aller au-delà de la simple couverture du risque qu'il court dans la société : il peut détenir des instruments dérivés qui lui permettent de profiter d'une perte de valeur des titres sociaux qu'il détient pourtant. La problématique des conflits d'intérêts est bien connue<sup>1426</sup>. Il peut arriver que les intérêts personnels d'un associé soient contraires à l'intérêt qu'il possède dans la société en qualité d'associé, à l'occasion d'une opération spécifique. La situation est généralement ponctuelle et le législateur fait œuvre de prévention, notamment, en suspendant son droit de vote<sup>1427</sup>. Ici cependant, la situation est différente : l'associé a perdu tout intérêt « positif » au sein de la société et a même acquis un intérêt « négatif ».

**226. – Les montages envisageables.** Les mêmes mécanismes que ceux précédemment cités peuvent servir de support à ce type de stratégie. En effet, un actionnaire peut entendre couvrir son risque en concluant un swap, un contrat à terme ferme, une option de « vente » pour le nombre d'actions qu'il détient exactement. Rien ne l'empêche cependant de conclure de tels contrats pour un nombre d'actions supérieur à celui dont il est propriétaire. Il n'existe, en effet, aucune obligation pour lui d'être propriétaire des actifs sous-jacents. À titre d'exemple, s'il conclut un contrat à terme ferme qui se règle par le paiement d'un différentiel, il devra verser le différentiel entre le cours et le prix stipulé si le cours est supérieur au prix. S'il détient les actions sous-jacentes, leur vente, au moment du dénouement du contrat, lui permettra de faire face au paiement. S'il ne les détient pas, il pourra financer cette obligation différemment. Lorsqu'il est propriétaire des actifs sous-jacents, il est totalement couvert contre son risque. Lorsqu'il est partiellement propriétaire des actifs sous-jacents, il est intéressé à la baisse du cours. En effet, si le cours augmente, il devra payer le différentiel de cours à sa contrepartie. Si le cours baisse au

---

<sup>1425</sup> V. A. GAUDEMET, *préc.*, n° 94. V. égal. L. ASSAYA, *art. préc.*

<sup>1426</sup> V. D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, spéc., n° 18.

<sup>1427</sup> V. D. SCHMIDT, *préc.*, n° 84 et s. V. égal. V. MAGNIER, « Mouvements et inerties en matière de conflits d'intérêts dans le cadre du droit des sociétés », *JCP éd. E* 2011, n° 52, numéro spécial, p. 34.

contraire, il aura certes perdu du fait de sa position en actions, mais il aura effectué un gain supérieur à sa perte grâce à ses contrats à terme. Étant propriétaire d'actions cependant, il demeure pourtant titulaire du droit de vote. « *L'intérêt commun* »<sup>1428</sup> des associés au fondement de la société n'existe alors plus. La participation de l'actionnaire à la vie sociale perd tout sens. Il peut, en outre, arriver qu'un actionnaire utilise son droit de vote ou, plus largement, son droit de participation, afin d'influencer le cours des actions. Ces mêmes outils peuvent d'ailleurs être utilisés accompagnés d'un emprunt de titres : dans ce cas, l'actionnaire est non seulement intéressé à la baisse du fait des dérivés acquis, mais encore il ne court plus de risque de perte du fait de sa position en actions. Un certain nombre d'exemples de cette pratique, notamment en période d'offre publique, montre qu'il ne s'agit pas d'une hypothèse d'école<sup>1429</sup>.

A côté des swaps, des ventes à termes et des options de vente, il existe d'autres moyens de se constituer des positions à la baisse, ou « positions courtes ». Il en est ainsi des options d'« achat ». Celui qui « achète » une option d'« achat » (c'est-à-dire le bénéficiaire d'une promesse de vente lorsque l'opération se dénoue physiquement), est garanti contre la hausse du cours du sous-jacent : si la valeur du titre augmente, il pourra exercer son option et se procurer des titres à un prix préalablement fixé. Inversement, celui qui « vend », c'est-à-dire qui consent une option d'« achat », devra « vendre » ses actions à un prix fixé, alors qu'il aurait pu les vendre plus cher sur le marché. Il a donc tout intérêt à une baisse des cours au dessous du prix d'exercice de l'option : l'option ne sera ainsi pas exercée mais le « vendeur » aura encaissé la prime. Dans ce cas encore, on entrevoit les difficultés qui peuvent se poser lorsque ce vendeur d'option d'achat est propriétaire d'actions et exerce le droit de vote. Et coupler la « vente » d'une option d'« achat » avec un emprunt de titres permet de maximiser son gain en cas de baisse du cours des actions.

Au-delà des instruments dérivés, mentionnons encore le cas des ventes à découvert, permettant de parier à la baisse, qui soulèvent des difficultés lorsque le parieur est, par ailleurs, titulaire du droit de vote. Une vente à découvert consiste à céder des titres dont on n'est pas propriétaire. Généralement, le vendeur recourt à un emprunt de titres afin de satisfaire à son obligation de délivrance<sup>1430</sup>. Il rachètera, plus tard, les actions nécessaires pour solder son emprunt. Si les actions se déprécient, le vendeur à découvert aura gagné la différence entre le prix de vente et le prix d'achat des titres. À priori, l'opération n'intéresse pas la question du droit de vote puisque le vendeur à découvert qui emprunte les titres les cède aussitôt : il n'aura pas l'occasion d'exercer ses droits politiques. Il n'en sera pas ainsi, cependant, lorsque le vendeur est

---

<sup>1428</sup> Art. 1833 C. civ. V. D. SCHMIDT, *préc.*, n° 4 et s.

<sup>1429</sup> V. *infra* n° 227.

<sup>1430</sup> Sur la notion de vente à découvert et les différents types de ventes à découvert, v. Groupe de travail présidé par M.-A. DEBON et J.-P. HELLEBUYCK, *Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert*, AMF, 23 février 2009.



également propriétaire de titres, temporaire ou non. Il est alors titulaire du droit de vote mais lorsque sa participation est minime au vu des ventes à découvert conclues, il ne détient plus aucun intérêt légitime dans la société : il est uniquement intéressé à la baisse. Il suffit d'ailleurs, afin d'être titulaire de droits de vote, d'être propriétaire à la date d'enregistrement<sup>1431</sup>, et donc d'emprunter des titres à ce moment là, quitte à les revendre immédiatement.

Il existe encore bien d'autres montages permettant d'obtenir un intérêt négatif dans une société, utilisant notamment des combinaisons de dérivés<sup>1432</sup>. Notons que lorsque l'intégralité des actions possédées sont couvertes, l'associé profite encore d'une baisse de cours lorsqu'il a un intérêt dans une société dont la valeur des actions est inversement corrélée à celle des actions de la première société. Il en sera par exemple ainsi en cas d'offre publique, lorsque l'associé de la société cible acquiert des titres de la société initiatrice et couvre son risque dans cette société (ou inversement). Il pourra alors avoir intérêt à faire voter l'offre dans la société initiatrice alors même que celle-ci, ou le prix proposé, n'est pas profitable. L'affaire *Perry - Mylan* déjà évoquée et que nous développerons ensuite en est une illustration<sup>1433</sup>. Plus simplement, si le risque découlant de la détention d'actions est couvert, une participation dans une société concurrente donne un intérêt à la baisse.

### 3. Quelques exemples

**227. – Présentation.** Il n'est pas aisé de trouver des exemples d'utilisation des instruments précédemment précités. Ces montages relèvent en effet du secret des affaires. Ils apparaissent en pleine lumière lorsqu'une plainte est déposée, ou plus exceptionnellement, lorsque les utilisateurs déclarent leurs opérations auprès des autorités financières. Les exemples que l'on évoquera ici sont essentiellement américains. Il n'existe, en effet, que peu de données en France sur la question alors que les recherches sur ce thème sont plus fournies aux États-Unis du fait, sans doute, d'une place financière plus innovante<sup>1434</sup>. Pour autant, les marchés européens, et plus

---

<sup>1431</sup> V. art. R. 225-85 C. com.

<sup>1432</sup> Par exemple, les zero-cost collars qui combinent la « vente » d'une option d'« achat » et l'« achat » d'une option de « vente », ce qui permet simultanément de limiter ses pertes à la baisse et son gain à la hausse. V. J. C. BETTIS, J. M. BIZJAK et M. L. LEMMON, « Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* sept. 2001, vol. 36, p. 345, article économique qui décrit le mécanisme et étudie sa fréquence d'utilisation par les dirigeants en guise de couverture.

<sup>1433</sup> V. *infra* n° 228.

<sup>1434</sup> Cependant, les autorités américaines ont réagi à ces pratiques et la législation est parfois plus stricte que la législation française. À titre d'exemple, le champ de l'emprunt d'actions est limité par le but poursuivi (Code of Federal Regulations, Titre 12 § 220.10 (a) ; disponible sur <http://www.federalreserve.gov>). V. S. E. K. CHRISTOFFERSEN, CH. C. GECZY, D. K. MUSTO, et A. V. REED, « Vote Trading and Information Aggregation », *art. préc.*

particulièrement français, autorisent le même type de pratiques<sup>1435</sup>. Nombreux sont d'ailleurs les pays dans lesquels une réflexion sur la question a été amorcée, soit par les autorités nationales<sup>1436</sup>, soit par des chercheurs, juristes ou économistes.

**228. – Equity swaps.** L'affaire *Perry - Mylan*, déjà évoquée en matière de prêt de titres<sup>1437</sup>, illustre les difficultés qui peuvent naître de l'usage d'*equity swaps* en période d'assemblée générale<sup>1438</sup>. Dans cette affaire, un *hedge fund*, *Perry corporation*, détenait une forte participation dans une société dénommée *King*. Une offre publique avait été initiée sur cette dernière par une société, *Mylan*, à un taux très avantageux pour les actionnaires de *King*. Le cours des actions de *Mylan* chuta alors fortement tandis que ses actionnaires s'opposaient majoritairement à l'offre. A la suite de l'annonce de l'offre publique, *Perry* renforça sa position dans *King*. Par ailleurs, il acquit 9,9 % du capital de *Mylan*, participation qu'il couvrit entièrement. Plusieurs outils furent utilisés à cette fin, notamment la conclusion d'un swap par lequel *Perry* transférait l'intégralité de son risque dans *Mylan*. Le cocontractant de *Perry* avait emprunté et vendu à découvert des actions pour se couvrir

---

<sup>1435</sup> Il existe, aux États-Unis, d'autres pratiques problématiques, propres à l'architecture du système de vote américain et que l'on n'abordera donc pas. On pense notamment au phénomène de « *l'overvoting* », qui aboutit à ce qu'une même action confère le droit de vote à plusieurs titulaires. Il peut arriver, en effet, lorsque les titres sont prêtés, que le prêteur et l'emprunteur votent simultanément. Cela ne semble cependant possible que du fait de la structure pyramidale du système de vote américain (V. sur cette structure : S. MARTIN et F. PARTNOY, « Encumbered shares », *University of Illinois Law Review* 2005, p. 775, spéc. p. 796 et 797) et du fait de pratiques équivalentes au tirage sur la masse, interdit en droit français. V. B. DRUMMOND, « Corporate Voting Charade », *Bloomberg Markets* avril 2006, p. 96.

<sup>1436</sup> En France, le rapport Mansion, précité, s'intéresse aux prêts de titres. Il est relevé cependant que d'autres mécanismes permettent d'aboutir au même résultat : « *Au-delà du prêt de titres, le véritable sujet, plus global, est celui de l'activisme dont peuvent faire preuve certains actionnaires « court termistes » qui acquièrent des quantités importantes d'actions, juste avant l'assemblée générale, pour déstabiliser la direction de la société, sans prendre le risque correspondant. (...) Pour ce faire, il peut être recouru non seulement aux opérations de cession temporaire réglementées par le code monétaire et financier (prêt de titres dit réglementé et pension livrée), à des mécanismes de droit commun (réméré, prêt de titres de droit commun, etc.), mais également à des acquisitions fermes mais dont le risque économique est couvert ab initio soit par un engagement de rachat à terme, soit au moyen d'instruments dérivés.* », *rapp. préc.*, p. 2. ; En Australie, V. Ministry for superannuation and corporate law, *Improving Australia's Framework for Disclosure of Equity Derivative Products*, Issue Paper, juin 2009, disponible sur <http://www.treasury.gov.au/> ; A Hong Kong : Securities and Futures Commission, *Consultation on increasing short position transparency*, 31 juillet 2009 ; Au Royaume-Uni, P. MYNERS, *Review to the impediment to voting UK shares*, préc. ; Financial Service Authority, Consultation paper, *Disclosure of Contracts for Difference*, nov. 2007 ; Financial Service Authority, Consultation paper, *Extension of the short-selling disclosure obligation*, juin 2009 ; Au niveau européen : *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, 20 févr. 2010, disponible sur <http://ec.europa.eu>. Il convient cependant de noter que ces rapports ne s'intéressent pas uniquement au vote vide. Certains touchent également aux positions « cachées » dans les sociétés par le biais d'instruments dérivés notamment. D'autres évoquent également le thème des ventes à découvert qui pourraient engendrer des baisses artificielles du cours des actions d'une société.

<sup>1437</sup> V. *supra* n° 178.

<sup>1438</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *rapp. préc.*, spéc. p. 1 ; C. CLERC, *art. préc.* ; J. COHEN, « Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », *art. préc.* ; H. HU ET B. BLACK, *art. préc.* ; S. MARTIN ET F. PARTNOY, *art. préc.* ; A.R. SORKIN, « Nothing Ventured, Everything Gained », *préc.* ; A.R. SORKIN, « Icahn Accuses a Hedge Fund of Stock Manipulation », *art. préc.* ; A.R. SORKIN, « Nothing Ventured, Everything Gained », *préc.* ; D.A. KATZ, « Shareholder Activism in 2004 and Implications for 2005 », *art. préc.* V. égal. A. FREW MCMILLAN, « Hong Kong studying voting issues on borrowed shares », *Investment21 News Provider Service*, 25 janv. 2006 ; J. EISINGER, « Icahn Cries Foul at Perry's No-Risk Play in Takeover Fight », *art. préc.*

et il avait été convenu qu'il acquerrait à terme les titres de *Perry* dans *Mylan*. Ne courant aucun risque dans *Mylan*, *Perry* était pourtant titulaire du droit de vote au sein de la société, et ce dans une proportion suffisamment importante pour s'assurer du succès de l'offre publique<sup>1439</sup>.

L'affaire *Autotote* peut encore être citée<sup>1440</sup>. Un dirigeant détenait dans cette société des intérêts considérables : actions, options d'achat, warrants. Une partie de son risque fut couverte par la conclusion d'un swap portant sur 500 000 actions. Il était convenu qu'il devrait verser à son cocontractant les dividendes perçus, tandis que la banque lui verserait trimestriellement le taux LIBOR diminué d'une rémunération. En outre, le dirigeant devait payer, à l'issue du swap, le taux de rendement de l'action si celui-ci était positif. Dans le cas contraire, ce versement incombait à son cocontractant. Ce faisant, le dirigeant n'avait pas couvert l'intégralité de son risque. Il n'en demeure pas moins qu'il s'était affranchi d'une partie substantielle de l'aléa social tout en continuant d'exercer le droit de vote, proportionnellement aux actions détenues.

**229. – Contrat à terme ferme**<sup>1441</sup>. Un autre exemple peut être évoqué en matière de vente à terme : une société, *Liberty Media's*, détenait une partie importante du capital d'une société, *Rupert Murdoch's News Corporation*<sup>1442</sup>. Elle augmenta fortement cette participation, tout en vendant à terme un certain nombre d'actions nouvellement acquises. Certes, elle ne couvrit pas ainsi l'intégralité de son risque économique dans la société, le nombre d'actions détenues excédant le montant de la couverture. Elle s'affranchit cependant d'une partie substantielle du risque qu'elle courait, tout en conservant l'intégralité de ses droits de vote. Par la suite, la société poursuivit sa stratégie par la conclusion de swaps.

**230. – Options.** Il y a peu d'exemples d'utilisation d'options aux fins de couvrir le risque économique tout en conservant le droit de vote. Des auteurs<sup>1443</sup> évoquent le cas du dirigeant de la société *Coles Myer, Salomon Lew*, qui, alors qu'il était en difficulté et risquait d'être révoqué de ses fonctions de dirigeant, engagea une « bataille de procurations » (« *proxy fights* »). Mais

---

<sup>1439</sup> L'offre a cependant échoué, en raison de la découverte d'irrégularités comptables. Par ailleurs, les poursuites engagées par la SEC ont été abandonnées après conclusion d'une transaction. Elles se fondaient sur le contournement des règles de franchissement de seuils. V. SEC, 1934 Release n° 60351, July 21, 2009.

<sup>1440</sup> V. P. BOSTER, D. M. CHANCE et D. RICH, *art. préc.* ; F. NORRIS, « For Wall Street, a new tax break », *art. préc.*

<sup>1441</sup> V. encore pour des exemples de contrat à terme ferme, au Royaume-Uni : Panel on takeovers and mergers, *Consultation paper issued by the code committee of the panel - Dealings in derivatives and options - Outline proposals relating to amendments proposed to be made to the Take over code and the sars*, 7 janv. 2005, disponible sur : [www.thetakeoverpanel.org.uk](http://www.thetakeoverpanel.org.uk).

<sup>1442</sup> V. égal. G. FABRIKANT, « In Surprise, Liberty Media Fattens Stake in News Corp. », *The New York Times*, 22 janv. 2004 ; G. FABRIKANT, « Liberty Media Fuels Speculation by Adding to News Corp. Stake », *The New York Times*, 23 janv. 2004.

<sup>1443</sup> H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership – Taxonomy, Implications, and Reforms », *The Business Lawyer*, vol. 61, mai 2006, p. 1011, spéc. p. 1025.

parallèlement, il couvrit sa participation dans la société à l'aide d'options de « vente » et d'« achat ». Si les exemples sont rares, il semble que l'utilisation d'options par les dirigeants qui entendent minimiser leur risque dans la société soit pourtant extrêmement fréquente. C'est plus précisément la combinaison d'achats d'options de vente et de vente d'options d'achat qui semble la pratique la plus courante. Les auteurs d'une étude menée en 2001 avancent que les dirigeants des sociétés cotées américaines couvriraient en moyenne 25 % de leurs participations<sup>1444</sup>.

**231. – Conclusion.** Ces exemples démontrent que la couverture de l'aléa social à l'aide d'instruments dérivés n'est pas un cas d'école. Ils sont des outils faciles d'accès et encore relativement discrets, qui permettent de mettre en œuvre des stratégies parfois particulièrement agressives. Les utilisations de dérivés en guise de couverture ne sont évidemment pas toutes malintentionnées. Il peut arriver que des dirigeants qui ont lourdement investi dans la société, pécuniairement et humainement parlant, cherchent à minimiser leur risque en diversifiant leurs actifs, tout en conservant le pouvoir. Mais ces situations demeurent problématiques et permettent de contourner à bon compte les règles de répartition des droits de vote, qu'elles soient légales ou statutaires.

## **Section 2 – L'encadrement insuffisant des mécanismes de dissociation**

**232.** – Pendant longtemps, ces pratiques de dissociation n'étaient pas spécifiquement appréhendées par le droit des sociétés. Les voies de droit existantes du droit des sociétés ne suffisaient pourtant pas à leur encadrement (I). Récemment, la prise de conscience des dangers inhérents à la dissociation du vote et de l'aléa a incité les autorités à édicter des obligations d'information à la charge de ceux qui recouraient à de tels mécanismes dans les sociétés cotées et assimilées. Ces obligations nouvelles demeurent cependant insatisfaisantes (II), en ce qu'elles ne permettent pas une appréhension globale de ces pratiques.

---

<sup>1444</sup> V. J. C. BETTIS, J. M. BIZJAK ET M. L. LEMMON, « Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders », *art. préc.*

## I- L'insuffisance des voies existantes du droit des sociétés

**233.** – Avant une quelconque tentative de réglementation, il conviendrait de se demander si ces pratiques ne peuvent être simplement appréhendées à partir des outils classiques du droit des sociétés. Il existe, en premier lieu, des outils correcteurs relatifs à l'exercice du droit de vote (A). Ceux-ci ne permettent d'intervenir qu'*a posteriori* et si un abus a été commis. Or ce qui est recherché n'est pas une correction exceptionnelle des effets néfastes d'une décision adoptée. Il s'agit au contraire de déterminer *a priori* le juste titulaire du droit de vote. Des outils d'ordre structurel tenant non plus à l'exercice du droit de vote mais à la répartition des droits et obligations entre associés pourraient donc seuls permettre de satisfaire cet objectif. Leur étude montre toutefois que leur mise en œuvre est limitée (B).

### A- L'inadaptation des outils correcteurs

**234.** – Parmi les voies de droit existantes, il serait envisageable de recourir aux infractions relatives au droit de vote (1) et à l'abus du droit de vote (2). Aucune de ces voies n'apporte néanmoins satisfaction.

#### 1. Les infractions pénales relatives au droit de vote

**235.** – **Le trafic de droit de vote.** Parmi les infractions relatives au droit de vote subsistant aujourd'hui, le trafic de droit de vote peut sembler constituer un frein aux mécanismes de dissociation entre aléa et vote. L'article L. 242-9 al. 3 réprime « *le fait de se faire accorder, garantir ou promettre des avantages pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages* »<sup>1445</sup>.

Si tant est qu'elle soit souhaitable, l'application de cette disposition aux situations de dissociation entre droit de vote et aléa paraît très limitée. Rarement, en effet, celui qui bénéficie du droit de vote sans être exposé à l'aléa social se fait-il directement accorder un avantage afin de voter dans un certain sens ou de ne pas voter. L'une des rares hypothèses envisageable pourrait survenir lorsqu'une banque, ayant conclu des contrats dérivés, se couvre par l'acquisition des actions sous-jacentes. Un client, connaissant l'existence de la couverture, pourrait alors lui demander d'exercer les droits de vote dans son intérêt<sup>1446</sup>. La banque se fait néanmoins rarement

---

<sup>1445</sup> Le trafic de droit de vote est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 9000 euros (art. L. 242-9 C. com.).

<sup>1446</sup> Sur cette pratique, V. FSA, *Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and draft Handbook text*, nov. 2007, disponible sur <http://www.fsa.gov.uk>. Le rapport contient notamment une enquête sur l'utilisation des CFD. Il est relevé au terme de l'enquête : « (...) *Most of them declared that parties which are beneficiaries of an interest through a*

consentir un avantage direct afin de voter. La seule considération de relations commerciales satisfaisantes avec son client suffit à l'inciter à voter, d'autant qu'elle n'a par ailleurs aucun intérêt dans la société en cause, son risque étant couvert. Sans rémunération spécifiée, il est délicat de caractériser les éléments matériels constitutifs du délit de trafic de droit de vote. Et la règle d'interprétation stricte des textes pénaux<sup>1447</sup> interdisant le raisonnement par analogie s'oppose à une condamnation sur ce fondement.

Pourrait-on encore appliquer cette disposition à l'hypothèse où un actionnaire transfère temporairement ses actions à un tiers, alors qu'il sait que le seul objectif de son cocontractant est l'exercice du droit de vote ? L'avantage résiderait ici dans la rémunération du transfert temporaire. Mais cet avantage n'a pas pour contrepartie l'abandon de la liberté de vote, comme l'exige l'article L. 242-9, la somme perçue n'étant que la rémunération du transfert de propriété. Si le cédant n'exerce pas le droit de vote, ce n'est pas parce qu'il s'est engagé en ce sens, mais parce qu'il en est dépourvu du fait de la cession de ses droits sociaux. L'article L. 242-9 al. 3 n'a donc clairement pas vocation à s'appliquer dans ces hypothèses, mais sanctionne simplement les conventions de vote à titre onéreux. On ne peut étendre son champ d'application à ces situations, d'autant qu'il s'agit d'un texte pénal devant faire l'objet d'une interprétation stricte. En outre, certains transferts temporaires de droits sociaux, tels le prêt, sont réglementés par la loi. Comment alors admettre leur validité d'un côté et les condamner pénalement de l'autre<sup>1448</sup> ?

**236. – La simulation de propriété d'actions.** Si le trafic de droit de vote n'est pas applicable aux hypothèses de dissociation entre droit de vote et aléa, l'infraction de simulation de propriété d'actions, aujourd'hui abrogée, aurait-elle mieux permis d'appréhender ces situations ? Le fait de « *participer au vote dans une assemblée d'actionnaires, directement ou par personne interposée, en se présentant faussement comme propriétaire d'actions ou de coupures d'actions* »<sup>1449</sup> a longtemps été réprimé. Or dans de nombreux cas de dissociation, c'est un problème relatif à la notion de propriété qui se pose : celui qui détient la propriété, juridiquement, n'est pas celui qui exerce les utilités du bien. Mais, dans ces hypothèses, celui qui se présente comme propriétaire et en conséquence titulaire du droit de vote, est reconnu juridiquement comme propriétaire. Il n'usurpe donc pas cette qualité et l'ancien alinéa 2 ne lui aurait pas été applicable. Les cas de dissociation entre propriété juridique et droit de vote sont en réalité très rares. Et lorsqu'ils existent, ils ont été expressément autorisés par le législateur. Cette disposition ne visait en réalité que les cas d'usurpation véritable de propriété,

---

*CFD occasionally seek to exert influence over voting rights in the physical holdings in the underlying held by the bank or firm ».*

<sup>1447</sup> Art. 111-4 C. pénal.

<sup>1448</sup> V. Y. MANSION, *Les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008, préc., spéc. p. 4 et 5.

<sup>1449</sup> Ancien art. L. 242-9 al. 2, abrogé par la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière art. 134-1.

essentiellement envisageables en présence de titres au porteur matérialisés : elle est inadaptée aux hypothèses de dissociation entre droit de vote et aléa.

**237. – Conclusion.** L'examen de ces dispositions pénales a le mérite de souligner que la difficulté ne procède pas uniquement de l'insuffisance des outils correcteurs. En effet, la dissociation entre droit de vote et aléa résulte généralement du plein jeu de dispositions légales. Il ne s'agit donc pas de développer des outils à l'effet curatif mais de procéder à une clarification des dispositions relatives à la reconnaissance de la qualité d'associé et à l'attribution du droit de vote. Une fois celle-ci opérée, seules les pratiques les plus graves, susceptibles de troubler l'ordre social, pourraient donner lieu à une réponse pénale.

## 2. L'abus de majorité et l'abus de minorité

**238. – Abus et attribution du droit de vote.** L'abus de majorité comme l'abus de minorité pourraient encore être invoqués afin de sanctionner des décisions favorisées par le vote d'associés ne courant pas l'aléa social, ou au contraire le blocage de certaines délibérations. Ces deux voies de droit ne sont cependant pas adaptées : ces deux fondements viennent sanctionner l'usage abusif du droit de vote et n'intéressent que la question de l'exercice du droit de vote tandis que nous nous préoccupons de son attribution. Non seulement ils n'ont qu'un effet curatif, mais encore leur champ d'application ne permet pas d'appréhender l'intégralité des pratiques de dissociation.

**239. – Abus et exercice du droit de vote.** Si l'on s'intéresse cependant à l'exercice du droit de vote dans les situations de dissociation, rares sont les agissements d'associés non exposés à l'aléa social qui constitueraient des abus de majorité ou de minorité<sup>1450</sup>. Leur caractérisation est en effet soumise à des conditions restrictives qui en font des outils exceptionnels.

Ainsi, l'abus de minorité est caractérisé par une attitude du minoritaire contraire à l'intérêt général de la société, en ce qu'elle interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci, et que cette attitude est adoptée dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de celui de l'ensemble des autres associés<sup>1451</sup>. La rupture d'égalité entre les minoritaires et les autres associés doit d'abord être prouvée. Or celle-ci ne sera pas systématiquement caractérisée

---

<sup>1450</sup> V. en matière de prêt, Y. MANSION, *préc.*, p. 4.

<sup>1451</sup> V. notamment Cass. com. 15 juill. 1992, aff. *Six*, n° 90-17216, *Bull. civ. IV* 1992, n° 279, p. 194 ; *Rev. sociétés* 1993, p. 400, note PH. MERLE ; *JCP éd. G* 1992, II, 21944, note J.-F. BARBIERI ; *JCP éd. E* 1992, II, 375, note Y. GUYON ; *D.* 1993, p. 279, note H. LE DIASCORN ; *Bull. Joby* 1992, p. 1083, n° 353, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 1993, p. 112, note Y. REINHARD.

dans les cas de dissociation. Si les intérêts des votants ne sont plus alignés, le minoritaire qui ne subit pas l'aléa social ne cherche pas nécessairement à léser ouvertement les autres associés. Si c'est le cas, la preuve en sera souvent difficile. En outre, la condition tenant au caractère essentiel de l'opération bloquée ne sera pas nécessairement présente. Enfin, celui qui n'est pas exposé à l'aléa social ne disposera pas forcément d'une minorité de blocage. Ainsi, dans une grande société cotée à l'actionariat dispersé, son action pourra être plus diffuse et c'est souvent son influence plutôt que l'exercice direct du vote qui permettra le rejet d'une résolution. Celle-ci pourra s'exercer avant le vote : parce qu'il possède un pouvoir potentiel, les dirigeants seront incités à tenir compte de son avis dans la rédaction des projets de résolutions. Elle pourra encore s'exercer au moment du vote : par sa personnalité, sa compétence, sa renommée, il pourra influencer d'autres associés.

Quant à l'abus de majorité, sa caractérisation nécessite que la décision ait été prise contrairement à l'intérêt social et dans l'unique dessein de favoriser des membres de la majorité au détriment de ceux de la minorité<sup>1452</sup>. Comme dans le cas de l'abus de minorité et *a fortiori*, il est très rare que l'associé ne subissant pas le risque social détienne la majorité des voix. Encore, la décision ainsi favorisée n'est pas forcément contraire à l'intérêt social et n'entraîne pas non plus systématiquement de rupture d'égalité. Il n'existe, en effet, pas une seule voie pour poursuivre l'intérêt social. À titre d'exemple, un dirigeant empruntant des actions aux fins d'éviter sa révocation n'agit pas nécessairement contrairement à l'intérêt social en favorisant sa réélection : il peut être aussi bon gestionnaire que le candidat de la minorité. De même, s'il entend favoriser son propre intérêt, il n'est pas certain que, ce faisant, il lèse celui des membres de la minorité. Pour autant, ces pratiques entravent le bon fonctionnement social.

**240. – Conclusion.** Abus de majorité ou de minorité ne permettent donc pas un traitement efficace des situations de dissociation entre aléa et droit de vote. Ils ne sanctionnent que son exercice abusif et n'intéressent pas son attribution ; leurs conditions d'admission sont trop restrictives pour permettre l'appréhension correcte des pratiques qui nous préoccupent. Leur étude montre, là encore, l'insuffisance de solutions uniquement correctrices dans les situations de dissociation entre aléa et vote. Des outils d'ordre structurel seraient donc mieux adaptés.

## **B- L'insuffisance des outils structurels**

**241. –** Les difficultés liées à la dissociation entre aléa et vote sont d'ordre structurel : elles relèvent de la question de l'attribution du droit de vote. Seules des voies de droit relatives à la

---

<sup>1452</sup> V. par ex. Cass. com. 18 avr. 1961, *D.* 1961, p. 661 ; *S.* 1961, p. 257, note A. DALSACE.



répartition des droits et obligations entre associés seraient donc à même de les appréhender de manière adéquate. On pourrait ainsi penser à invoquer la prohibition des clauses léonines (1) ou encore, et de manière plus radicale, la contrariété de certaines pratiques à la notion de société (2).

### 1. Les clauses léonines

**242.** – Les pratiques étudiées, puisqu’elles consistent à jouer sur l’aléa social, soulèvent la question de leur validité au regard de la prohibition des clauses léonines. La simple application de l’article 1844-1 al. 2 ne suffirait-elle pas à appréhender les mécanismes de dissociation du vote et de l’aléa, permettant de distinguer ceux qui sont légitimes de ceux qui ne le sont pas ? Puisque cette disposition impose que chaque associé supporte l’aléa social, ne conduit-elle pas à condamner toute pratique tendant à dissocier l’aléa et le vote ? Un examen plus approfondi de la disposition au regard de la question qui nous intéresse montre que son champ d’application est trop incertain pour permettre d’appréhender ces pratiques (a). L’effet de la disposition est, quoi qu’il en soit, inadapté (b).

#### a. Un champ d’application incertain

**243. –Présentation.** La mise en œuvre de l’article 1844-1 du Code civil donne lieu depuis longtemps à une jurisprudence abondante, qui s’est complexifiée depuis une trentaine d’années sous l’effet du développement des promesses d’achat à prix plancher. Des questions simples n’ont encore trouvé aucune réponse ferme et les débats doctrinaux ne se sont pas taris.

**244. – Localisation de la clause.** Il a pu être soutenu que seules les clauses statutaires sont soumises à l’interdiction de l’article 1844-1<sup>1453</sup>. Les mécanismes de dissociation étant extra-statutaires, ils seraient donc exclus du champ de la prohibition.

Il est vrai que la Cour de cassation a admis la validité de clauses de répartition inégalitaire des bénéfices et des pertes au motif qu’elles étaient « *extérieures au pacte social* »<sup>1454</sup>. Il en a parfois

---

<sup>1453</sup> V. par ex. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, note sous Paris 13 février 1996, *JCP éd. E* 1996, I, 589, comm. n° 11 ; PH. MERLE, *Droit des sociétés*, 4<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1994, n° 42 (cette mention a disparu dans les éditions postérieures).

<sup>1454</sup> Cass. com. 15 juin 1982, *Gaz. Palais* 1983, 1, pan., p. 23, note J. DUPICHOT ; *Bull. Joly* 1984, p. 463, note W. L. B. ; *Rev. sociétés* 1983, p. 329, note Y. GUYON : « *Attendu qu’il résulte des constatations de l’arrêt que la clause dont les promettants contestaient la validité se trouvait contenue dans une convention portant sur les conditions dans lesquelles devaient leur être cédées les actions de la société et non dans les statuts de celle-ci ; que l’article 1855 du code civil ne visant que le contrat de société, la nullité édictée par ce texte ne peut être étendue à une telle convention ; qu’ainsi, par un motif de pur droit substitué aux motifs critiqués par le moyen, la décision se trouve justifiée de ce chef* ».

été déduit que les conventions extra-statutaires échappaient à la prohibition. Toutefois, des décisions postérieures ont montré que cette extranéité était « *substantielle* » et non « *formelle* »<sup>1455</sup>, de telle sorte que la question n'est plus discutée aujourd'hui<sup>1456</sup>. La solution inverse serait revenue en effet à autoriser un contournement aisé des dispositions légales. En outre, cette définition plus large du champ d'application de la disposition permet d'y englober des clauses plus variées intervenant directement entre associés, voire entre un associé et un tiers, sans que la société n'en connaisse.

**245. – Qualité des parties.** Le champ d'application de la prohibition des conventions léonines quant à la qualité des personnes qu'elles lient est, cependant, également source de discussion. Tous s'accordent à considérer que les clauses obligeant la société entrent dans le champ de l'article 1844-1 du Code civil. Mais les conventions ayant pour effet de dissocier aléa et vote lient rarement un associé à la société. Elles sont le plus souvent conclues entre un associé et un tiers, parfois entre des associés. Or il a parfois été affirmé que seules les clauses mettant une obligation à la charge de la société peuvent être qualifiées de léonines<sup>1457</sup>. Plus couramment, il est soutenu que seules les clauses liant plusieurs associés entre eux ou à la société tombent sous le coup de l'article 1844-1, à l'exclusion de celles qui engageraient un tiers.

**246. – Qualité des parties – Clause dont la société est débitrice.** Un doute a pu survenir quant aux conventions ne mettant pas d'obligation à la charge de la société mais liant plusieurs associés, quelques décisions ayant refusé de leur appliquer la prohibition des clauses léonines. Un arrêt de la première chambre civile de la Cour de cassation est notamment invoqué en ce sens<sup>1458</sup>. Celle-ci y approuve une cour d'appel d'avoir refusé de qualifier de léonine une convention de remboursement de l'apport d'une associée d'une société en participation, relevant notamment que la garantie de remboursement n'était pas mise à la charge de la société mais d'un coassocié. Sa portée doit cependant être relativisée. En premier lieu, l'arrêt est ancien et les questions relatives à la prohibition des clauses léonines sont aujourd'hui traitées par la chambre

---

<sup>1455</sup> E. CLAUDEL, « Clauses léonines extra-statutaires – Les voies d'un compromis », *art. préc.*

<sup>1456</sup> V. notamment rejetant l'argument selon lequel la clause ne figurait pas dans les statuts : Paris 5 déc. 1983, *D.* 1984, IR p. 52 ; Paris 22 oct. 1996, *D. aff.* 1997, p. 258 ; *Bull. Joly* 1997, p. 15 note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 1997, n° 50, note T. BONNEAU ; *RJDA* 1997, n° 365.

<sup>1457</sup> Paraissant en ce sens : E. SCHLUMBERGER, *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, th. Paris 1, 2011, n° 248 et s., spéc. n° 254 : « Dès lors que cette protection, fruit des seules relations contractuelles entre certains associés, n'engage aucunement la société vis-à-vis de l'un d'entre eux, on ne saurait percevoir dans la convention une quelconque atteinte potentielle à l'ordre sociétaire ».

<sup>1458</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 29 oct. 1990, n° 87-16605, *Bull. civ. I* 1990, n° 225, p. 160 ; *Bull. Joly* 1990, p. 1053, note P. LE CANNU. V. égal. Montpellier 1<sup>ère</sup> ch. SCI Clinique Haute Vallée de l'Aude C/ Mazon et Garay (jurisdata n° 034539) 10 nov. 1992, *Dr. sociétés* 1993, 113, note T. BONNEAU.

commerciale<sup>1459</sup>. En second lieu, le moyen évoquant le caractère léonin de la clause n'a pas été publié mais est indiqué « *sans intérêt* ». En troisième lieu et sur le fond, le fait que la société n'ait pas été débitrice du remboursement n'est relevé que de manière incidente, le caractère léonin de la convention étant écarté du fait que l'associée garantie continuait d'assumer les pertes puisque sa responsabilité pouvait être engagée de manière indéfinie. Relevons d'ailleurs qu'il aurait été délicat de mettre le remboursement à la charge de la société, celle-ci étant une société en participation dépourvue de personnalité morale. Enfin, la Cour de cassation, à d'autres occasions plus nombreuses, n'a pas hésité à qualifier de léonines les clauses n'engageant pas la société<sup>1460</sup>. Plus récemment, on remarquera que les affaires portant sur des promesses d'achat à prix plancher dont la Cour de cassation a eu à connaître n'engageaient pas la société, mais des tiers ou des coassociés<sup>1461</sup>. Pourtant, les juges n'ont jamais justifié l'absence de caractère léonin de ces promesses sur ce fondement. Si réellement la prohibition des clauses léonines ne s'appliquait qu'aux conventions dont la société est débitrice, la Cour de cassation ne se serait-elle pas dispensée de l'exercice périlleux qu'est la recherche d'un critère permettant d'écarter l'application de l'article 1844-1 al. 2 ?

On a encore soutenu que cet article, lorsqu'il interdit qu'un associé soit exonéré des pertes, n'avait vocation à s'appliquer qu'aux conventions engageant la société, au motif que toute autre convention n'affecterait pas la contribution aux pertes, qui ne concerne que la relation entre les associés et la société<sup>1462</sup>. On ne peut effectivement nier qu'un arrangement par lequel un associé est garanti contre tout risque de perte par une personne autre que la société n'affecte pas la contribution aux pertes. La contribution aux pertes est une notion technique dont les modalités peuvent être la perte, totale ou partielle, de l'apport effectué auprès de la société ou le versement supplémentaire de fonds, employés à renflouer les caisses sociales ou à régler ses créanciers<sup>1463</sup>. Mais il paraît inexact d'affirmer que l'article 1844-1 al. 2 n'intéresse que les arrangements affectant directement la contribution aux pertes. Il vise, notamment, « *toute stipulation (...) exonérant [l'associé] de la totalité des pertes* ». Cette disposition englobe donc toute convention ayant pour effet

---

<sup>1459</sup> V. sur ce point H. LE NABASQUE, *Rev. sociétés* 2005, p. 593, note sous Cass. com. 16 nov. 2004 et 22 fév. 2005.

<sup>1460</sup> Par ex. Cass. req. 14 juin 1882, *S.* 1882, 1, p. 483 ; Cass. civ. 11 juill. 1894, *S.* 1894, 1, p. 215 ; Cass. req. 9 avril 1941, *S.* 1941, 1, p. 141.

<sup>1461</sup> Cass. com. 20 mai 1986, n° 85-16716, *préc.* ; Cass. com. 10 janv. 1989, n° 87-12157, *préc.* ; Cass. com. 19 mai 1992, n° 90-17324, *préc.* ; Cass. com. 24 mai 1994, n° 92-14380, *préc.* ; Cass. com. 16 nov. 1999, n° 97-10430 ; Cass. com. 16 nov. 2004, n° 00-22713, *préc.* ; Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-14392, *préc.* ; Cass. com. 27 sept. 2005, n° 02-14009, *préc.* ; Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359, *préc.* ; Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039, *préc.*

<sup>1462</sup> E. SCHLUMBERGER, *ouvr. préc.*, n° 248 et s. ; A. PIETRANCOSTA, « Promesses d'achat de droits sociaux et clauses « léonines » : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil », *art. préc.*, spéc. n° 15.

<sup>1463</sup> V. *supra* n° 115 et s.

d'exonérer un associé des pertes, que la clause affecte directement la contribution aux pertes ou qu'elle ait un effet similaire pour l'associé. À titre d'exemple, dans une société à risque limité, la stipulation par laquelle un associé se voit garantir, quoi qu'il advienne, le remboursement de son apport entre dans le champ de l'article, quel que soit le débiteur de cette obligation. Il est bien dans ce cas « exonéré de la totalité des pertes », selon les termes de l'article 1844-1.

En réalité, réduire le champ d'application de l'article 1844-1 al. 2, lorsqu'il interdit les stipulations exonérant un associé des pertes, aux conventions affectant directement la contribution aux pertes, ne se justifierait que si l'on considérait que cette disposition tend à la protection des créanciers. Son objet serait ainsi d'éviter que la société assume la charge d'une garantie contre les pertes au profit d'un associé, ce dont résulterait un appauvrissement du patrimoine social si elle était mise en œuvre. Mais la protection des créanciers n'est assurément pas le fondement de la prohibition des clauses léonines<sup>1464</sup>. Considérant l'interdiction d'une garantie totale contre les pertes, on conçoit qu'elle permette effectivement une protection des créanciers lorsque l'exonération est consentie par la société. Il faut toutefois se garder de raisonner à partir de cette seule situation qui n'est pas l'unique type de clause entrant dans le champ de l'article 1844-1 al. 2. Il faut remarquer à cet égard que l'expression de clause léonine ne désignait historiquement que les stipulations attribuant à un associé la totalité du profit, la dispense de participation aux pertes d'un associé étant condamnée par ailleurs<sup>1465</sup>. L'élargissement du champ de la disposition aux garanties contre les pertes date de 1804<sup>1466</sup>. Cette disposition vise aujourd'hui quatre hypothèses : l'exonération des pertes consentie à un associé, la mise à sa charge de la totalité des pertes, l'exclusion des profits ou l'attribution de la totalité des profits à un associé. Si l'on examine la seconde hypothèse, elle ne modifie pas la situation des créanciers. Dans les sociétés à risque limité, il leur importe que chaque associé ait effectué un apport ; mais que l'un des associés ait consenti à rembourser ses coassociés en cas de perte leur est indifférent. Il en est de même dans les sociétés à risque illimité, tant que les associés continuent d'être tenus des dettes sociales dans leurs relations avec les tiers. Concernant les troisième et quatrième hypothèses, la répartition des profits importe peu aux créanciers. On conçoit donc aisément que la protection des créanciers sociaux n'est pas ce qui sous-tend l'interdiction de l'article 1844-1

---

<sup>1464</sup> V. en ce sens G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. Germain et avec le concours de V. MAGNIER, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 2, 20<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2011, n° 1056-47 : « *Il ne s'agit pas ici de la responsabilité envers les tiers, mais des rapports entre les associés* ». Rapp. égal. H. LE NABASQUE et M. BARBIER, « Les clauses léonines », *Dr. sociétés Actes pratiques* sept.-oct. 1996, p. 2, spéc. n° 10.

<sup>1465</sup> On n'admettait généralement une telle exonération que si elle était justifiée par « *un avantage substantiel et équivalent* ». V. notamment H. LEVY-BRUHL, *ouvr. préc.*, p. 140.

<sup>1466</sup> CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 1<sup>ère</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1926, n° 40.

al.2. Celle-ci est assurée par d'autres moyens : réglementation de l'apport, de son évaluation le cas échéant, et de sa libération, réglementation des conventions conclues entre la société et ses associés, interdiction des clauses d'intérêt fixe.

Le fondement de l'interdiction des clauses léonines doit être recherché ailleurs. La prohibition intéresse les rapports entre associés et non ceux avec les tiers. Historiquement, c'est l'équité qui était invoquée comme fondement de cette disposition<sup>1467</sup>. Qu'un associé soit exclu des pertes ou des bénéfices ou qu'il perçoive l'intégralité des bénéfices ou supporte toutes les pertes, pouvait signifier qu'un associé ait été abusé<sup>1468</sup>. Mais cela pouvait également être le signe que cet associé n'en était en réalité pas un – il pouvait par exemple être un prêteur s'il était assuré de la récupération de son apport et d'une rémunération fixe. Et c'était déjà affirmer que, par nature, la société suppose que tous les associés assument une part réelle dans les pertes et profitent d'une part des bénéfices. L'idée d'un ordre public de protection de l'associé ne suffisait donc pas à fonder la prohibition des clauses léonines<sup>1469</sup>. Si la référence à l'équité paraît aujourd'hui surannée, il demeure exact que la prohibition des clauses léonines découle de la nature de la société. Celle-ci doit être constituée dans l'intérêt commun des associés<sup>1470</sup>. Elle suppose, contrairement à un contrat-échange, que les associés y aient des intérêts convergents<sup>1471</sup>. Ainsi, d'une part, on induit de l'absence de volonté d'un associé de partager les bénéfices et les pertes, l'absence de la volonté de s'associer. D'autre part, cet alignement d'intérêts est le gage d'un fonctionnement efficace et

---

<sup>1467</sup> J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., Plon, 1857, n° 997 ; J.-V. MOLINIER, *Traité de droit commercial*, t. 2, Joubert, 1846, n° 232 ; R.-T. TROPLONG, *Le droit civil expliqué suivant l'ordre du Code – Du contrat de société ou commentaire des titres IX et X du Code civil, ouvr. préc.*, n° 628. Rappr. J. DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel, ouvr. préc.*, p. 71 : « Toute société où il y auroit quelque condition qui blesseroit l'équité et bonne foi, seroit illicite. Comme s'il étoit convenu que toute la perte seroit d'une part sans aucun profit, et tout le profit de l'autre sans aucune perte ».

<sup>1468</sup> V. *Recueil complet des discours prononcés lors de la présentation du Code civil, par les divers orateurs du Conseil d'État et du Tribunal*, t. 1<sup>er</sup>, Firmin Didot Frères, 1838, p. 654, Rapport fait par le Tribun Bouteville : « Si le projet, au surplus, a le soin d'ajouter qu'une convention qui donnerait à l'un des associés tous les profits, et l'affranchirait de toutes les pertes, n'est pas une société, mais l'association si justement proscrite sous le nom de société léonine, c'est principalement pour ne pas laisser oublier que jamais la violence, la force ne produisent de véritables droits, de conventions légitimes ».

<sup>1469</sup> Comp. H. BARBIER, *ouvr. préc.*, n° 570 : « A l'origine ce principe se justifiait par la volonté de faire de la société une communauté d'objectifs (*affectio societatis*), d'intérêt (*participation aux profits*), et de risques (*contribution aux pertes*), mais surtout par la peur de voir spolié, notamment dans de petites sociétés familiales ou amicales, un associé plus fragile que les autres ou enrichi sans cause un associé abusant de sa position. Ce n'était ni plus ni moins qu'un ordre public de protection dictant une répartition minimale des risques ».

<sup>1470</sup> Art. 1833 C. civ. V. qualifiant la société « d'entreprise commune », P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, *L'entreprise en société – Les groupes de sociétés, ouvr. préc.*, p. 28 et s. V. faisant le lien entre intérêt commun et clause léonine : Y. CHARTIER, « La société dans le Code civil après la loi du 4 janv. 1978 », *art. préc.*, spéc. n° 95 ; J.-M. PARDESSUS, *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., H. Plon, 1857, n° 996 ; D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *JCP éd. E* 1994, n° 48, 404, spéc. n° 1 ; A. PIETRANCOSTA, « Promesses d'achat de droits sociaux et clauses léonines : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil », *RLDA* janv. 2006, p. 67.

<sup>1471</sup> P. DIDIER, « Brèves notes sur le contrat-organisation », in *L'avenir du droit, Mélanges F. Terré*, Ed. Dalloz, Puf, J.-Cl., 1999, p. 635. V. égal. P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange : contrat de société », *Rev. jur. com.*, n° spécial « L'échange des consentements », nov. 1995, p. 75.

légitime de la société<sup>1472</sup> : la gestion sociale serait mise à mal si les intérêts des associés n'étaient pas convergents<sup>1473</sup>. La prohibition des clauses léonines n'est ainsi que l'application de la définition même de la société<sup>1474</sup> : « Une telle clause détruit le contrat de société dans son essence. Elle aurait dû être condamnée s'il n'y avait pas eu une interdiction légale, car elle est inconciliable avec le dessein que se proposent les parties en contractant »<sup>1475</sup>. Que l'on insiste sur l'intérêt commun ou le fonctionnement social, force est de reconnaître que l'objectif de la disposition est d'assurer que tout associé assume l'aléa social. Peu importe donc le débiteur d'une clause de garantie contre les pertes, cette stipulation devrait être tenue pour léonine.

**247. – Qualité des parties – Clause dont un tiers à la société est débiteur.** Si l'on admet que la prohibition ne vise pas seulement les clauses dont la société est débitrice, faut-il considérer qu'elle est indifférente à la qualité du cocontractant ? Faut-il au contraire refuser son application aux conventions conclues entre un associé et un tiers ?

Des arrêts anciens ont refusé de condamner certaines clauses de garantie contre les pertes au motif qu'elles n'avaient pas été consenties par un associé mais par un tiers<sup>1476</sup>. L'arrêt de la Cour de cassation le plus récent en ce sens serait un arrêt du 27 octobre 1981<sup>1477</sup>. Or la motivation de cet arrêt n'est pas claire. La cour d'appel avait refusé de qualifier de léonin un pacte par lequel une société s'engageait à faire racheter ou à racheter les actions de sa société mère détenues par un associé, au motif que la convention n'était pas conclue entre associés, le bénéficiaire ayant cédé ses actions à la filiale. Le pourvoi conteste cette solution en affirmant que la convention était bien conclue entre associés. La Cour de cassation approuve la cour d'appel : ayant relevé que le bénéficiaire avait vendu ses actions au promettant, elle a décidé a bon droit

---

<sup>1472</sup> V. *supra* n° 100 et s.

<sup>1473</sup> V. CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 1<sup>ère</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1926, n° 40 : « Le législateur a sans doute regardé avec raison comme plus conforme à l'essence de la société que chaque associé fût exposé à perdre. Cela est plus favorable à une sage administration ; il serait dangereux qu'un associé pût risquer les mises de ses coassociés sans risquer la sienne ».

<sup>1474</sup> V. par ex. P. PIC, *Traité général de droit commercial – Des sociétés commerciales*, t. 1<sup>er</sup>, 2<sup>ème</sup> éd., Librairie A. Rousseau, 1925, p. 46 : « De la définition du contrat de société donnée par l'art. 1832 (...), découlent logiquement les deux conséquences ainsi formulées par l'article 1855 C. civ. "La convention qui donnerait à l'un des associés la totalité des bénéfices est nulle. – Il en est de même de la stipulation qui affranchirait de toute contribution aux pertes, les sommes ou effets mis dans le fonds de la société par un ou plusieurs des associés". (...) L'une et l'autre clauses sont également illégales, attendu qu'elles ne tendent à rien moins qu'à transformer dans son essence le caractère de la société et à substituer à un contrat basé sur la coopération de tous en vue d'un enrichissement commun un pacte léonin, dans lequel l'enrichissement des uns est le résultat de la spoliation des autres » ; CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 1<sup>ère</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1926, n° 13 et n° 40 ; J.-M. PARDESSUS, *ouvr. préc.*, n° 996 et s. ; R.-T. TROPLONG, *ouvr. préc.*, n° 647.

<sup>1475</sup> R. ROBLLOT et G. RIPERT, *préc.*, n° 780.

<sup>1476</sup> V. par ex. Req. 9 juin 1890, *D.* 1890, I, 409 note M. PLANIOL ; Paris 18 juill. 1948, *D.* 1949, p. 411, note G. RIPERT ; *Rev. sociétés* 1949, p. 297. V. égal. Paris 5<sup>ème</sup> ch. C 18 oct. 1996, n° 022932, *Dr. sociétés*, mars 1997, n° 50, p. 20.

<sup>1477</sup> Cass. com. 27 oct. 1981, n° 80-13165, *Bull. civ. IV* 1981, n° 373, p. 296.

qu'il ne s'agissait pas d'une convention entre associés. Cette solution suscite deux remarques. D'une part, on comprend mal comment il peut être affirmé que le bénéficiaire avait cédé ses actions. Il convient pour apprécier le caractère léonin de la clause de se placer au moment de sa conclusion et à moins de considérer que cette promesse valait vente, le bénéficiaire restait associé jusqu'à ce qu'un acheteur soit trouvé et le prix déterminé. D'autre part, la Cour de cassation n'était pas saisie de la question de savoir si une garantie accordée par un tiers pouvait être léonine. La cour d'appel avait retenu que la prohibition s'appliquait aux conventions entre associés et le pourvoi ne contestait pas ce point. On ne peut donc pas tirer de cet arrêt de conclusion certaine quant à la question qui nous intéresse. Une partie de la doctrine continue cependant de soutenir que seules les conventions entre associés entrent dans le champ de l'article 1844-1 al. 2<sup>1478</sup> : l'article 1844-1 ne concernerait que « *les associés entre eux* »<sup>1479</sup>. Une clause impliquant un tiers n'intéresserait ainsi pas le pacte social.

Pour autant, une lecture attentive de la jurisprudence récente fait douter de l'actualité de cette thèse. Lorsque l'on examine les arrêts les plus récents de la Cour de cassation en matière de clauses léonines, c'est-à-dire ceux relatifs à des promesses d'achat de droits sociaux à prix plancher, on se rend compte que les juges font rarement référence à cette condition<sup>1480</sup>, alors même qu'elles n'impliquent pas nécessairement deux associés. Si la prohibition n'intéressait pas les conventions conclues avec les tiers, n'aurait-il pas été plus aisé de se placer sur cette condition simple d'application plutôt que de se lancer dans l'élaboration de la jurisprudence complexe et évolutive que l'on connaît ? En matière de capital-risque, la promesse d'achat sera systématiquement conclue par un coassocié. Mais tel n'est pas nécessairement le cas dans une convention de portage. Et si le porteur était associé par ailleurs, interviendrait-il en cette qualité ?<sup>1481</sup> Cette question n'est donc pas clairement tranchée. L'application de la prohibition des clauses léonines aux mécanismes de dissociation souvent consentis par des tiers demeure incertaine.

---

<sup>1478</sup> Par ex., M. BARBIER et H. LE NABASQUE, « Les clauses léonines », *Dr. sociétés actes pratiques* sept.-oct. 1996, n° 29, spéc. n° 11 ; M. GERMAIN, obs. sous Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 7 avr. 1987, *JCP éd. G* 1988, II, 21006 ; F.-X. LUCAS, refondu par M. CAFFIN-MOI, « Théorie des bénéfices et des pertes – Clauses léonines », *J.-Cl. sociétés traité*, août 2012, n° 24 ; D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », *préc.*, spéc. p. 50 ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 237.

<sup>1479</sup> D. SCHMIDT, *art. préc.*

<sup>1480</sup> V. par ex. pour une allusion à cette condition : Cass. com. 20 mai 1986, *préc.* : « *Attendu (...) qu'est prohibée par l'article 1844-1 du Code civil la seule clause qui porte atteinte au pacte social dans les termes de cette disposition légale ; qu'il ne pouvait en être ainsi s'agissant d'une convention, même entre associés, dont l'objet n'était autre, sauf fraude, que d'assurer, moyennant un prix librement convenu, la transmission de droits sociaux, (...)* ». La Cour de cassation fait allusion à la qualité des parties sans toutefois rien en déduire quant à la validité de la clause.

<sup>1481</sup> V. en ce sens, D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », *art. préc.* L'argumentation est toutefois utilisée afin de faire échapper à la prohibition des clauses léonines les conventions conclues entre un porteur et un donneur d'ordre restant associé.

Dépassant l'étude de la jurisprudence, une solution peut être proposée en analysant la lettre et l'esprit de l'article 1844-1 al. 2. Si l'on examine les quatre hypothèses de cette disposition – l'exonération des pertes consentie à un associé, la mise à sa charge d'un associé de la totalité des pertes, l'exclusion du profit ou l'attribution de la totalité du profit à un associé –, on constate que la seconde et la quatrième ne peuvent, de fait, qu'être consenties entre associés ou avec la société. Quant à la première et la troisième hypothèse, la lettre de la disposition n'exclut pas qu'elles puissent résulter d'une convention conclue avec un tiers. Si l'on s'attache à l'esprit du texte, nous avons déjà mentionné<sup>1482</sup> que l'interdiction des clauses léonines découlait de la nature même de la société qui suppose que chaque associé ait vocation à bénéficier de l'enrichissement social et à pâtir d'un appauvrissement. À défaut, l'associé qui en serait exclu ne pourrait être considéré comme ayant eu la volonté de s'associer. En outre, que tous les associés ne subissent pas cet aléa induit que les intérêts de chacun ne sont pas alignés et nuit au fonctionnement social. Or peu importe par qui l'exonération est consentie ou à qui les profits sont reversés, dans ces cas, l'un des associés ne subit plus l'aléa social. Il ne joue ainsi plus le jeu social, n'adhère plus au « *pacte social* » et le fonctionnement de la société peut en être affecté<sup>1483</sup>. Le comportement de l'associé en est affecté et l'équilibre des pouvoirs peut en être modifié<sup>1484</sup>.

**248. – Conclusion.** Si une telle interprétation devait être retenue, elle permettrait de ne pas exclure l'application de la prohibition des clauses léonines aux conventions dissociant vote et aléa. Mais l'état du droit positif demeure incertain et la tendance jurisprudentielle paraît être à une interprétation restrictive de l'article 1844-1 al. 2. D'autres obstacles se dressent encore.

### **b. Des effets inadaptés**

**249. – Obstacles inhérents aux conventions dissociant aléa et vote.** L'article 1844-1 al. 2 intéresse les stipulations qui permettent à un associé d'échapper à sa vocation au partage des bénéfices et des pertes et les répute non écrites. Or cette sanction n'est pas adaptée aux mécanismes de dissociation.

---

<sup>1482</sup> V. *supra* n° 246.

<sup>1483</sup> En ce sens, E. CLAUDEL, *art. préc.*, spéc. p. 187.

<sup>1484</sup> V. pour une explication proche mais distincte de la finalité des clauses léonines qui permet à l'auteur de justifier que les conventions conclues avec des tiers n'entrent pas dans le champ de l'article 1844-1 al. 2 : M. GERMAIN, obs. sous Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 7 avr. 1987, *préc.*, spéc. n° 10 qui suggère qu'une exonération des pertes consentie par un associé modifierait l'équilibre des pouvoirs au sein de la société, en lui conférant un pouvoir exorbitant. Outre que cette explication semble trop restrictive en ce qu'elle n'envisage la prohibition des clauses léonines que sous l'un de ses angles – l'exonération des pertes –, elle ne semble pas permettre de refuser l'application de l'interdiction aux conventions conclues avec les tiers. En effet, celles-ci bouleversent l'équilibre des pouvoirs tout autant qu'une convention conclue avec un associé. Dès lors que l'un des associés ne participe plus sérieusement à la vie sociale, la répartition des pouvoirs s'en trouve, de fait, modifiée.



En premier lieu, souvent, c'est la loi qui prévoit la répartition des prérogatives financières entre les cocontractants ou encore l'attribution des droits politiques et financiers entre eux ne résulte que de la mise en œuvre d'un dispositif légal. Il en est ainsi, à titre d'exemple, en matière de prêt de titres<sup>1485</sup>, que le Code monétaire et financier réglemente en prévoyant qu'il emporte transfert de propriété et en encadrant le traitement des flux financiers<sup>1486</sup>. De même, l'attribution du droit de vote au fiduciaire et sa neutralité en termes pécuniaires ne résulte que de la combinaison des dispositions régissant la fiducie et de celles du droit des sociétés. Dans de telles hypothèses, la sanction de la prohibition des clauses léonines est évidemment inadaptée. On ne saurait anéantir des conventions expressément autorisées ou dont l'économie résulte de la simple application de dispositions légales.

En second lieu, il advient parfois que celui qui consent à un tiers une couverture ne connaisse pas l'identité de son cocontractant ou sa participation dans la société. C'est souvent le cas lorsqu'un associé couvre l'aléa auquel il est exposé en cette qualité sur les marchés dérivés. On conçoit alors que l'application de la prohibition des clauses léonines est peu adaptée. D'une part, le cocontractant a ignoré l'objectif qui était poursuivi et même parfois l'identité de l'autre partie. D'autre part, l'anéantissement de ces opérations créerait une insécurité aux conséquences trop graves pour être acceptables.

En réalité, la prohibition des clauses léonines permet de rétablir la condition financière qui aurait dû être celle des associés. Or dans les hypothèses de dissociation, ce ne sont pas tant les aspects pécuniaires – souvent admis plus ou moins directement par le législateur – qui suscitent des difficultés que l'attribution du droit de vote, et plus largement la qualité d'associé de ceux qui ne supportent pas l'aléa social. Or l'article 1844-1 est inopérant en cette matière. Et s'il est arrivé que la Cour de cassation refuse la qualification d'associé à celui qui ne participait pas aux bénéfices et aux pertes, elle ne pouvait se fonder sur cette disposition dont la seule sanction est de réputer non écrite la stipulation litigieuse.

**250. – Conclusion.** La prohibition des clauses léonines semble donc peu adaptée à l'encadrement des pratiques tendant à dissocier aléa et vote. Si elle paraît à première vue les condamner en ce qu'elle trouve sa raison d'être dans le constat que chaque associé doit être exposé à l'aléa social, une observation plus attentive de la disposition montre qu'elle ne permet pas l'appréhension de la plupart de ces mécanismes.

---

<sup>1485</sup> V. Y. MANSION, *rappr. préc.*, p. 4.

<sup>1486</sup> L. 211-22 C. mon. fin.

## 2. La contrariété à la notion de société

**251. – Présentation.** Ces différentes voies de droit n'étant pas probantes, ne suffirait-il pas d'affirmer que les pratiques dissociant droit de vote et aléa contreviennent à la définition de la société ? L'examen des différentes conditions d'existence d'une société – volonté de partager les bénéfices et les pertes, nécessité d'apports, *affectio societatis* – montre que les mécanismes de dissociation du droit de vote et de l'aléa soulèvent des interrogations de ce point de vue, sans que ces fondements ne permettent pourtant d'appréhender ces pratiques.

**252. – Volonté de partager les bénéfices et les pertes.** La volonté de partager les bénéfices et les pertes est de l'essence même de la société<sup>1487</sup>. Aux termes de l'article 1832 du Code civil, les associés doivent avoir en vue de « *partager un bénéfice ou de profiter d'une économie* ». Nous l'avons vu, il était considéré en 1804 que les associés devaient encore avoir la volonté de participer aux pertes éventuelles mais cette considération n'avait pas été intégrée dans la définition de la société car cela ne constituait pas l'objectif poursuivi par les fondateurs. Le risque de perte était néanmoins conçu comme la contrepartie nécessaire des chances de gain. La définition posée à l'article 1832 suffisait donc à indiquer que tout associé devait être exposé à l'aléa social, dans ses deux composantes<sup>1488</sup>. Les pratiques visant à dissocier vote et aléa portent évidemment atteinte à ce principe. On ne peut dans ces hypothèses considérer que l'associé prend part à la société « *en vue* » de partager les bénéfices et les pertes.

Toutefois, il semble impossible de sanctionner ces pratiques sur un tel fondement. En effet, le défaut de volonté de partager les bénéfices et les pertes n'est appréhendé que par le biais de la prohibition des clauses léonines. On ne saurait ainsi remettre en question des pratiques admises par les juges eu égard à la prohibition des clauses léonines, en invoquant ce qui n'est que le fondement de cette dernière. Tout au plus permettrait-elle la requalification de la société dans les cas les plus extrêmes.

**253. – Apports.** L'article 1832 exige encore que les associés conviennent « *d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie* ». Pourrait-on affirmer que celui qui s'est affranchi de l'aléa social n'a pas réalisé d'apport ? Il n'en est évidemment rien. Il n'y a en réalité défaut d'apport, au sens strict du terme, que si le lien entre propriété et vote est rompu, c'est-à-dire essentiellement en matière de location d'actions. La légalité de la pratique est toutefois consacrée par le législateur.

---

<sup>1487</sup> Notamment, CH. LYON-CAEN et L. RENAULT, *ouvr. préc.*, n° 40 ; J.-M. PARDESSUS, *ouvr. préc.*, n° 996 et s. ; P. PIC, *Traité général de droit commercial – Des sociétés commerciales*, t. 1, *ouvr. préc.*, p. 46 ; R.-T. TROPLONG, *ouvr. préc.*, n° 647.

<sup>1488</sup> V. *supra* n° 115 et n° 247.

Au contraire, dans les mécanismes de couverture, l'associé a effectivement réalisé un apport mais sa perte est garantie. Il en est ainsi lorsqu'un associé d'une société cotée couvre son risque par l'acquisition de dérivés. Il en est encore ainsi quand un associé fait garantir sa perte par un coassocié ou un tiers.

La situation est plus complexe dans les hypothèses de rupture entre propriété et aléa. Il pourrait apparaître, dans certains cas, que l'apport est en réalité fait pour un tiers. À titre d'exemple, ne pourrait-on considérer que le créancier fiduciaire et bénéficiaire d'une fiducie portant sur des droits sociaux apporte pour le compte du débiteur garant ? Si on peut concevoir qu'économiquement la qualité d'apporteur du créancier est affectée par le caractère finalisé de sa propriété, on ne peut soutenir, en l'état actuel du droit, qu'il est dépourvu de cette qualité. Il acquiert la propriété des droits sociaux et succède aux droits de son débiteur, devenant ainsi apporteur, la loi ne faisant pas de distinction au sein de la notion de propriété. D'ailleurs, ce créancier pourra exercer les prérogatives sociales en considération de ses intérêts propres et non de ceux de son débiteur, ce qui montre qu'il ne détient pas pour le compte celui-ci. Et c'est justement cette situation qui pose difficulté puisqu'il défendra les intérêts qu'il détient en tant que créancier et non ceux qu'il posséderait en tant qu'associé : il aura, par exemple, intérêt à une gestion prudente de la société permettant de conserver la valeur de l'objet de sa garantie, tandis que le débiteur aurait pu privilégier une stratégie plus agressive, risquée mais pouvant s'avérer plus rémunératrice. Ne pourrait-on encore considérer que le porteur, dans une convention de portage, ou le fiduciaire, dans une fiducie-gestion, ne détient et n'apporte que pour le compte du donneur d'ordre ou du constituant ? Le porteur ou le fiduciaire pourrait, lui, être considéré comme détenant pour le donneur d'ordre ou le constituant. Il ne semble cependant pas que cela puisse affecter sa participation à la société. On ne peut confondre, en effet, la fictivité de l'apport et l'apport pour autrui. Seule la première permet de refuser la qualité d'associé et éventuellement de prononcer la nullité de la société. On pourrait à cet égard rapprocher leur situation de celle d'un prête-nom. Or la jurisprudence admet la validité de principe des conventions de prête-nom<sup>1489</sup>. C'est alors en la personne de l'associé véritable que sont appréciées les conditions de validité de la société, sans que l'on puisse remettre en cause la qualité d'associé du prête-nom, du

---

<sup>1489</sup> V. par ex. Cass. com. 30 janv. 1961, *Bull. civ. IV* 1961, n° 54 ; *RTD com.* 1961, p. 384, obs. R. HOUIN ; Cass. com. 26 mars 1996, n° 93-17.895, *Bull. civ. IV* 1996, n° 98, p. 82 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 799, note Y. CHARTIER ; *RTD Com.* 1996, p. 475, note D. DANET et CL. CHAMPAUD ; *JCP éd. E* 1996, n° 48, p. 884 note E. JEULAND ; *Deffrénois* 1996, p. 933, note P. LE CANNU ; *Bull. Joly* 1996, p. 681, note B. SAINTOURENS ; *RJDA* 1996, p. 757, n° 1054. Elles sont toutefois interdites pour les entreprises de presse : loi n°86-897 du 1 août 1986 portant réforme du régime juridique de la presse, art. 3.

moins tant que la convention n'est pas révélée<sup>1490</sup>. Le défaut d'apport ne permet donc pas d'appréhender les mécanismes de dissociation entre droit de vote et aléa.

**254. – *Affectio societatis*.** La jurisprudence érige encore en condition d'existence de la société *l'affectio societatis*<sup>1491</sup>. Toutefois, rares sont les pratiques de dissociation entre aléa et droit de vote qui engendrent un défaut certain d'*affectio societatis*, si l'on s'en tient à la jurisprudence de la Cour de cassation. Lorsque c'est le cas, ce fondement n'en permet pas une sanction toujours efficace.

Il semble que la Cour de cassation définisse traditionnellement *l'affectio societatis* comme la seule volonté de s'associer, indépendamment de la considération des mobiles des associés<sup>1492</sup>. Aussi la Cour reproche-t-elle à une cour d'appel, dans un arrêt du 10 février 1998, d'avoir retenu un défaut d'*affectio societatis* en se fondant sur des « motifs relatifs aux motivations des parties, impropres à exclure leur volonté réelle de s'associer »<sup>1493</sup>. Mais *a contrario*, elle n'exclut pas que certains motifs puissent exceptionnellement exclure une volonté réelle de s'associer. Il semble, plus précisément, qu'un *affectio societatis* puisse être écarté lorsque les motifs de l'associé sont exclusifs de la réalisation de l'objet social. Si les mobiles des parties ne sont habituellement pas pris en compte pour l'appréciation de leur *affectio societatis*, en effet, c'est que leur poursuite passe généralement par l'adhésion au projet commun. S'il en était autrement toutefois, il pourrait être conclu à l'inexistence de *l'affectio societatis*. C'est ce qui semble résulter notamment d'un arrêt du 15 février 2006<sup>1494</sup> dans lequel la Cour retient le défaut d'*affectio societatis* d'un acquéreur pour annuler une cession de droits sociaux sur le fondement de la fraude, au motif qu'il n'avait pas pour but la poursuite de l'objet social mais le démantèlement des actifs sociaux.

Si l'on tente de transposer ces solutions au cas de dissociation entre aléa et vote, on ne peut que constater que leur jeu est réduit. Ainsi, celui qui détient une participation à titre de garantie a eu la volonté d'entrer en société. Sa situation le distingue d'un prêteur ou d'un salarié qui aurait pris part à une société fictive. Ceux-ci n'ont jamais entendu s'associer tandis que celui-là a eu la volonté d'acquérir une participation dans la société. Seuls ses mobiles le distinguent des autres associés : sa propriété ne vise qu'au règlement de sa créance et sa participation à la vie sociale ne tend qu'à la conservation de la valeur de l'objet de sa garantie. Ceux-ci ne sont toutefois pas en contradiction avec l'objet social. De la même manière, le porteur ou le fiduciaire dans une fiduciaire-

---

<sup>1490</sup> V. sur cette question, J. MESTRE et D. VELARDOCCIO, *Lamy sociétés commerciales, ouvr. préc.*, n° 231 et 232.

<sup>1491</sup> Sur *l'affectio societatis*, V. également *supra* n° 62.

<sup>1492</sup> V. Cass. com. 10 févr. 1998, n° 95-21906, *JCP éd E* 1998, n° 15, p. 589 et n° 13, p. 489 ; *Bull. Joly* 1998, p. 767, note J.-J. DAIGRE

<sup>1493</sup> Cass. com. 10 févr. 1998, *préc.*

<sup>1494</sup> Cass. com. 25 avr. 2006, n° 01-15754 ; *Rev. sociétés* 2006, p. 793, note A. VIANDIER ; *BRDA* 2006, n° 17, p. 2.

gestion ne détient des droits sociaux que parce qu'il entend ainsi rendre service à un tiers. Mais il entend bien devenir propriétaire, réaliser l'objet social et ainsi s'associer<sup>1495</sup>. Si la considération des mobiles est indifférente, il faut de nouveau considérer qu'il possède un *affectio societatis*. Les cas restants sont ceux où l'associé ne détient pas en qualité de créancier et détient pour lui-même. Deux situations pourraient ici se présenter. Un associé pourrait, d'une part, accroître temporairement sa participation afin de favoriser l'adoption d'une décision sociale ou d'atteindre un seuil de détention lui permettant de bénéficier de certaines prérogatives, tout en couvrant cette position nouvelle. Or si l'augmentation de la participation de cet associé est temporaire et orientée vers un objectif discutable, il n'en demeure pas moins qu'il entend s'associer. Un associé peut, d'autre part, acquérir des titres tout en couvrant sa participation, et éventuellement en acquérant un intérêt négatif, et rechercher la baisse du cours des actions ou le démantèlement des actifs sociaux. L'*affectio societatis* semble ici plus incertain. Il est vrai que l'on ne peut là encore comparer sa situation à celle d'un prêteur ou d'un salarié qui aurait pris part à une société fictive. Pourtant, il n'entend participer à la société qu'entendue au sens de structure, d'organisation formelle et non d'entreprise commune. Cet associé n'entend pas mener à bien le projet commun et œuvrer en vue de la réalisation de l'objet social. Le raisonnement mené par la Cour de cassation dans l'arrêt de 2006 paraît être transposable ici.

Quelle serait, toutefois, la sanction d'un tel comportement ? Le défaut d'*affectio societatis* entraîne habituellement l'annulation de la société. Cependant, il ne touche pas ici la globalité des associés, la nullité serait donc inadaptée. L'exclusion de l'associé est tout autant improbable puisqu'il est aujourd'hui acquis qu'elle ne peut être prononcée par le juge<sup>1496</sup>, du moins en l'absence de clause statutaire en ce sens. Enfin, le défaut d'*affectio societatis* d'un associé a parfois permis l'annulation d'une cession de droits sociaux à son profit, facilitant la caractérisation d'une fraude<sup>1497</sup>. Dans l'arrêt précité du 25 avril 2006, une société actionnaire d'une société immobilière, après être rapidement montée dans son capital jusqu'à en détenir 40 %, avait commencé à céder

---

<sup>1495</sup> Rappr. D. SCHMIDT, « Les opération de portage de titres de sociétés », *art. préc.*, spéc. p. 47 et 48 : « *Les parties veulent sans équivoque ni restriction aucune, que les titres appartiennent au porteur et que celui-ci soit investi de la totalité des droits y attachés* ».

<sup>1496</sup> V. Cass. com. 12 mars 1996, n° 93-17813, *Bull. civ. IV* 1996, n° 86, p. 71 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 554, note D. BUREAU ; *Dr. sociétés* mai 1996, p. 6 ; *D. aff.* 1996, chr. p. 494 ; *Bull. Joly* 1996, p. 576, note J.-J. DAIGRE ; *JCP éd. E* 1996, n° 15, p. 138, obs. T. BONNEAU ; *JCP éd. N* 1996, n° 43, p. 1515, note Y. PACLOT ; *D.* 1997, p. 133, note T. LANGLES ; *RJDA* 7/1996, n° 926. V. égal. S. DARIOSECQ et N. METAIS, « Les clauses d'exclusion, solution à la mésentente entre associés », *Bull. Joly* 1998, p. 908. V. toutefois pour une exclusion fondée sur le défaut d'*affectio societatis* et avant l'arrêt de la Cour de cassation du 12 mars 1996 : Poitiers 25 mars 1992, *Dr. sociétés* avr. 1993, p. 1, note B. DE VEAULX.

<sup>1497</sup> Cass. com. 12 mars 1996, n° 93-17813, *préc.* ; Cass. com. 21 janv. 1997, n° 94-19016, *Rev. sociétés* 1997, p. 349, note D. BUREAU ; *Petites affiches*, 11 février 1999 n° 30, p. 15, note P. ETAIN ; *Bull. Joly* 1997, p. 465, note P. LE CANNU ; *RTD Civ.* 1997 p. 652, note J. MESTRE *Petites affiches* 25 février 1997, n° 16, obs. P. M. V. égal. Cass. com. 27 juin 1989, n° 88-17654, *Bull. civ. IV* 1989, n° 209, p. 140 ; *D.* 1990, p. 314, note J. BONNARD ; *Rev. dr. banc.* 1989, p. 176, note. M. JEANTIN et A. VIANDIER ; *Bull. Joly* 1989, p. 815, note P. LE CANNU ; *RTD civ.* 1989, p. 530, note J. MESTRE ; *RTD com.* 1990, p. 50, note Y. REINHARD.

des actifs de la société. Cette dernière ainsi que certains de ses actionnaires ont alors agi en annulation des cessions d'actions intervenues. Cette demande a été accueillie par la Cour de cassation retenant un défaut d'*affectio societatis*, qui participe de la caractérisation d'une fraude. Alors que la société immobilière avait été constituée afin d'assurer le logement locatif des employés des sociétés actionnaires, la Cour relève que l'acquisition n'avait pas été faite dans ce but, « *mais seulement dans celui d'obtenir une plus-value importante par un démantèlement du patrimoine de la société immobilière allant bien au-delà d'une simple prise de bénéfice* ». On ne peut déterminer clairement, à la lecture de l'arrêt, si le défaut d'*affectio societatis* est constitutif, à lui seul, d'une fraude ou s'il n'est qu'un élément d'un faisceau d'indices permettant de la caractériser<sup>1498</sup>. Quelle que soit la conception retenue, l'élément déterminant permettant l'annulation de la cession réside dans le fait que les mobiles de l'acquéreur étaient exclusifs de la réalisation de l'objet social. Appliqué aux situations qui nous intéressent, ce principe permettrait l'annulation d'une acquisition de droits sociaux lorsque le nouvel associé a pour unique objectif le démantèlement des actifs sociaux ou encore la baisse du cours des actions. Un nombre suffisant d'indices en ce sens devrait cependant être fourni et la seule détention d'un intérêt négatif ou l'absence d'intérêt dans la société ne suffiraient pas à apporter la preuve d'un défaut d'*affectio societatis* permettant de constituer une fraude. Deux points doivent toutefois être soulignés. D'une part, l'arrêt de 2006 est un arrêt d'espèce et l'on ne peut donc être certain de sa portée. D'autre part, la preuve de l'incompatibilité des mobiles de l'acquéreur avec la poursuite de l'objet social nécessitera certainement qu'il ait commencé à réaliser ses vues au sein de la société. La seule annulation de la cession permettra difficilement de réparer les torts subis par la société.

**255. – Conclusion.** Le défaut d'*affectio societatis*, tout comme l'absence des autres éléments constitutifs de la société, permettra seulement l'appréhension des pratiques les plus graves. Il pourra alors engendrer l'annulation d'une acquisition de titres, encore qu'il ne puisse lui-même la fonder et qu'il soit nécessaire de recourir à la notion de fraude. Finalement, si les pratiques de dissociation entre aléa et droit de vote touchent à la notion même de société, l'utilisation des éléments constitutifs de la société ne semble pas permettre d'apporter une solution efficace et générale aux difficultés soulevées par ces mécanismes.

## II- L'inadaptation des obligations d'information dans les sociétés cotées

---

<sup>1498</sup> Dans des arrêts plus anciens, c'est la deuxième conception qui semblait prévaloir. V. par ex. Cass. com. 21 janv. 1997, *préc.* Mais la rédaction de la motivation de la cour d'appel, approuvée par la Cour de cassation, pourrait plutôt suggérer que ces éléments sont des indicateurs du défaut d'*affectio societatis*, celui-ci constituant la fraude.

**256.** – Dans les sociétés cotées, la mise en œuvre de certaines obligations d’information pourrait obliger à la publicité des pratiques de dissociation. Nous évoquerons les obligations d’information traditionnelles (A), même si celles-ci paraissent de peu d’effet. Plus récemment, ont été instaurées des obligations de publicité en matière de positions courtes mieux adaptées mais encore insuffisantes (B). Nous relèverons, quoi qu’il en soit, que si l’exercice du droit de vote par ceux qui ne sont plus exposés à l’aléa social est injustifié, la solution de la publicité ne constitue qu’un pis aller.

#### **A- Les obligations d’information anciennes**

**257. – Information permanente.** Remarquons au préalable que l’obligation pour un émetteur de porter à la connaissance du public toute information privilégiée aux termes de l’article 223-2 du Règlement général de l’AMF pourrait fonder une sanction de ces pratiques, lorsque l’actionnaire ayant couvert son risque a la qualité d’émetteur au sens de l’article 223-1 A. Elle ne permet pas, cependant, une appréhension globale des mécanismes de dissociation et son jeu demeurerait très exceptionnel. De même, pourrait être invoquée une violation de l’article 223-6 obligeant à publicité celui qui prépare une opération financière susceptible d’avoir une incidence significative sur le cours d’un instrument financier. Il n’est toutefois pas évident que le votant non exposé à l’aléa social prépare nécessairement une « *opération financière* ». Là encore, le jeu de cette disposition paraît devoir être exceptionnel. Remarquons néanmoins que l’AMF, approuvée par la cour d’appel de Paris, a fait preuve d’une grande souplesse dans l’application de ces deux articles dans une affaire de franchissements de seuils non déclarés à l’aide d’instruments dérivés dénouables en numéraire, qui ne devaient pas, à l’époque, être pris en compte dans le calcul du seuil<sup>1499</sup>. Mais il n’est pas certain qu’un raisonnement similaire puisse être étendu au vote vide. D’une part, la couverture du risque est souvent temporaire tandis que l’acquisition de dérivés monétaires en vue d’acquérir *in fine* des actions constitue une opération de prise de contrôle aux effets durables. D’autre part, les articles 223-2 et 223-6 sont des dispositions d’ordre financier. Elles intéressent des informations, ou des opérations, qui risqueraient d’affecter le marché. Or si une prise de contrôle rampante affecte sans conteste le marché, il n’en n’est pas nécessairement ainsi d’une pratique de dissociation, cela dépendant des objectifs poursuivis. L’encadrement de ces mécanismes relève avant tout du droit des sociétés. Les auteurs du rapport sur le prêt-emprunt de titres avaient également évoqué la prohibition de la diffusion de fausse information<sup>1500</sup>. Là encore, la preuve de ces éléments constitutifs ne pourrait être apportée que dans des hypothèses très particulières, par exemple, éventuellement, lorsqu’un actionnaire

---

<sup>1499</sup> V. *infra* n° 334.

<sup>1500</sup> AMF, Groupe de place présidé par Y. Mansion, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d’assemblée générale d’actionnaires*, janv. 2008, spéc. p. 6. Art. L. 465-2 al. 2 C. mon. fin. ; art. 632-1 RG AMF.

affichant une participation importante a couvert une partie significative de son risque. Enfin, mentionnons que ces dispositions doivent être interprétées strictement, en ce qu'elles constituent des textes répressifs aux termes de l'article 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés individuelles et des articles 7 et 8 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789.

Ces fondements demeureraient donc d'une utilisation exceptionnelle et sans nul doute opportuniste, sans qu'ils ne constituent une réponse pleinement convaincante ni efficace.

## **B- Les obligations d'information nouvelles**

**258. – Présentation.** Certaines des pratiques qui permettent à un associé d'être titulaire du droit de vote sans pourtant être exposé au risque social, sont aujourd'hui soumises à déclaration dans les sociétés cotées. Une obligation d'information sur certaines positions courtes à l'occasion d'une déclaration de franchissement de seuils a en effet été intégrée dans le Règlement général de l'AMF. Le législateur a également instauré une obligation de déclaration pré-assemblée. Enfin, le Règlement général de l'AMF soumet ceux qui détiennent des « positions courtes » significatives, sur les titres d'une société, à notification. Les trois obligations poursuivent cependant des objectifs différents, et seule la seconde intéresse la question de la dissociation entre vote et aléa.

**259. – Déclaration des franchissements de seuils**<sup>1501</sup>. Les articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce obligent ceux qui franchissent à la hausse comme à la baisse certains seuils dans le capital ou dans les droits de vote d'un émetteur à le déclarer au marché<sup>1502</sup>. Pour le calcul des seuils, peu importe à quel titre les actions ou droits de vote sont détenus. Qu'ils aient été acquis temporairement ou que le risque qui y affère ait été couvert, les titres doivent être comptabilisés. Pendant longtemps, le marché n'était informé que du franchissement, sans qu'aucune information ne soit exigée sur une éventuelle couverture du risque. En 2009, le Règlement général de l'AMF a été modifié, suivant une recommandation faite par le groupe de travail dirigé par Monsieur Mansion<sup>1503</sup>. Il oblige désormais le déclarant à indiquer « *le nombre d'actions acquises suite à une cession temporaire d'actions* »<sup>1504</sup>. La lecture des déclarations de franchissement de seuils devrait donc suffire à cerner les positions couvertes par un actionnaire. Toutefois, le terme de cession temporaire est trop restrictif. Car il existe d'autres manières de couvrir son risque économique qu'en procédant à une cession temporaire. Conclure une vente à

<sup>1501</sup> V. sur ce point, AMF, Groupe de place présidé par Y. Mansion, *rapp. préc.*, spéc. p. 5.

<sup>1502</sup> Pour plus de précision, V. *infra* n° 329 et s.

<sup>1503</sup> AMF, Groupe de place présidé par Y. Mansion, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008, spéc. p. 10.

<sup>1504</sup> Art. 223-14 II RG AMF.



terme aboutit par exemple au même résultat. En outre, cette déclaration doit être effectuée dans un délai de quatre jours suivant le franchissement<sup>1505</sup> – en cas d'acquisition d'actions, c'est la date de négociation qui doit être prise en compte<sup>1506</sup> –, alors que la date d'enregistrement en vue de l'exercice du droit de vote est fixée à trois jours avant l'assemblée générale – et c'est alors la date d'enregistrement comptable qui doit être prise en compte<sup>1507</sup>. Dans cet interstice, il existe une possibilité d'acquérir des actions temporairement sans que l'acquisition donne lieu à publicité avant l'assemblée. De même, il est possible de procéder à une cession temporaire au moment, ou peu avant, la date d'enregistrement puis de céder ses titres dans les cinq jours, pour que la cession n'aient pas à être soumise à déclaration. On a également pu souligner que cette information est subordonnée au franchissement d'un seuil, ce qui laisse subsister des détentions temporaires non déclarées, en deçà des seuils légaux ou statutaires.

L'information est donc utile – lorsqu'un investisseur a un pouvoir de vote significatif, la connaissance de ses intérêts pécuniaires est indispensable à la compréhension de ses intérêts politiques –, mais ne suffit pas à appréhender les mécanismes de dissociation.

**260. – Obligation de déclaration pré-assemblée.** La loi de régulation bancaire et financière<sup>1508</sup> a instauré une obligation nouvelle de déclaration à la société et à l'AMF – inspirée des propositions du rapport sur le prêt-emprunt de titres<sup>1509</sup> –, à la charge d'une personne qui, agissant seule ou de concert, détiendrait plus de 0,5 %<sup>1510</sup> des droits de vote de cette société, « *au titre d'une ou plusieurs opérations de cession temporaire portant sur ces actions ou de toute opération lui donnant le droit ou lui faisant obligation de revendre ou de restituer ces actions au cédant* »<sup>1511</sup>. La déclaration doit être

---

<sup>1505</sup> Art. 223-14 I RG AMF.

<sup>1506</sup> COB, *Rapport annuel*, 1993, p. 116 ; COB, *Rapport annuel*, 2000, p. 77 ; ANSA, 2010-IV, n° 100046 ; ANSA, Comité juridique du 4 juillet 1990, communication n° 2509, p. 5.

<sup>1507</sup> Art. R. 225-85 C. com. V. *supra* n° 151.

<sup>1508</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière. V. notamment T. BONNEAU, « Commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *JCP éd. E* nov. 2010, 1957 ; « Les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier », *Dr. sociétés* janv. 2011, 1 ; H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. sociétés* 2010, p. 547 ; M. STORCK, « La loi de régulation bancaire et financière », *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2010, comm. 235 ; M. STORCK et J. LASSERRE CAPDEVILLE, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *Petites affiches* 2010, n° 250, p. 3. V. plus spécifiquement, H. LE NABASQUE, « L'empty voting est à l'ordre du jour », *Rev. dr. banc. fin.* 2010, n° 3, p. 1

<sup>1509</sup> AMF, Groupe de place présidé par Y. Mansion, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, préc.

<sup>1510</sup> Le seuil de déclaration initialement fixé à 2 %, puis à 1 % par les députés, a finalement été abaissé par les sénateurs à 0,5 %, dans l'objectif d'éviter d'éventuels contournements par « *un fractionnement de la détention d'actions* ». (PH. MARINI, *Rapport n° 703 fait au nom de la commission des finances sur le projet de loi de régulation bancaire et financière*, 14 septembre 2010).

<sup>1511</sup> Art. L. 225-126 I. L'exemption prévue à l'article L. 233-7 IV 3° pour les prestataires de service d'investissement est applicable. L'article L. 233-7 IV 3° subordonne en effet l'exemption à la condition que « *les droits de vote attachés aux titres ne soient pas exercés ni autrement utilisés pour intervenir dans la gestion de l'émetteur.* » ; Pour

faite au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale, moment correspondant à la date d'enregistrement. La disposition ne concerne que les actions des sociétés dont le siège social est établi en France et admises aux négociations sur un marché réglementé, quel qu'il soit. En vue du calcul du seuil, ne doivent être décomptées que les actions détenues temporairement, et non les actions qui seraient par ailleurs détenues. De même, seul le nombre de droits de vote, et non la part en capital, est pris en compte, à la différence des franchissements de seuils des articles L. 233-7 et s.<sup>1512</sup> Cette obligation nouvelle vise, en effet, à assurer la transparence des détentions de droits de vote, sans que le risque économique ne soit supporté<sup>1513</sup>. La part de capital détenue est donc indifférente. La place de la disposition dans la section du Code de commerce consacrée aux assemblées d'actionnaires dans les sociétés anonymes est, à cet égard, significative : son objectif premier n'est pas d'assurer la transparence des marchés financiers mais de garantir le bon fonctionnement des sociétés. Plusieurs aspects de la disposition en témoignent. À titre d'exemple, l'information n'est pas publiée par l'AMF, mais par la société sur son site Internet<sup>1514</sup>. En outre, les exemptions applicables en matière de franchissements de seuils valent également ici. Il s'agit, en effet, d'exclure du champ d'application de la disposition ceux qui ne détiennent les titres que pour les besoins de leur activité mais qui sont insusceptibles de détenir les actions aux fins de voter ou plus généralement d'exercer un pouvoir au sein de la société<sup>1515</sup>. Le texte n'institue, enfin, qu'une obligation pré-assemblée et non une obligation d'information permanente<sup>1516</sup> : la déclaration doit être faite au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale. Remarquons également que la déclaration doit faire état d'une éventuelle convention de vote, ce qui permet de déterminer si le propriétaire temporaire agit en toute liberté ou pour le compte du cédant. Quant à la sanction de la non-déclaration, elle est proche de celle qui existe en matière de violation des obligations de franchissements de seuils<sup>1517</sup>. Il est prévu une suppression des droits de vote attachés aux actions faisant l'objet de la cession temporaire, pour l'assemblée concernée et les assemblées qui viendraient à se tenir jusqu'à la revente ou la restitution des actions. Le juge a également la faculté d'annuler les délibérations adoptées en violation de cette disposition, ce qui aurait pu se déduire de l'article L. 235-2-1, mais qui est expressément énoncé par l'article L. 225-116. Enfin, comme en matière de franchissements de seuils, le juge peut prononcer la suspension totale ou partielle de ses droits de vote, pour une

---

un commentaire du texte, V. C. MAISON-BLANCHE et A. BARAT, « La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires », *RTDF* mai 2011, p. 80.

<sup>1512</sup> V. *infra* n° 330.

<sup>1513</sup> V. J. CHARTIER, *Rapport fait au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur le projet de loi de régulation bancaire et financière* (n° 2165), 25 mai 2010, p. 133.

<sup>1514</sup> Art. 223-38 RG AMF.

<sup>1515</sup> V. *infra* n° 341.

<sup>1516</sup> L'article 223-38 figure toutefois dans le chapitre du Règlement général relatif à l'information permanente.

<sup>1517</sup> V. *infra* n° 343.

durée ne pouvant excéder cinq ans, à l'encontre de tout actionnaire défaillant<sup>1518</sup>. Ce dispositif suscite plusieurs remarques.

En premier lieu, l'obligation de déclaration n'est pas permanente mais ne s'impose que pré-assemblée. C'est là omettre le pouvoir que peut conférer le droit de vote hors assemblée. Les actionnaires importants n'attendent souvent pas cette réunion afin d'exprimer leurs vues, mais forts du vote qu'ils seront en droit d'exercer, cherchent à négocier tout au long de l'exercice social. N'instaurer qu'une obligation pré-assemblée, c'est priver les dirigeants et les autres actionnaires d'un critère d'appréciation.

En second lieu, le texte vise les cessions temporaires et toute opération donnant le droit ou faisant l'obligation de revendre ou de restituer les actions au cédant. Par cession temporaire, il semble que les parlementaires aient entendu désigner essentiellement le prêt d'actions<sup>1519</sup>. Le terme est toutefois plus large et englobe notamment les cessions temporaires à titre de garantie. La disposition a, par ailleurs, été élargie aux opérations « *lui donnant le droit ou lui faisant obligation de revendre ou de restituer les actions au cédant* ». Ne sont concernées que les opérations dans lesquelles le cédant est celui qui a vocation à acquérir les titres *in fine*. À titre d'exemple, la conclusion d'une cession d'actions assortie d'une option de vente ne pourrait permettre d'échapper à l'obligation de déclaration. En l'absence de précision, un droit ou une obligation de revendre ou de restituer conditionnel devrait également donner lieu à déclaration. Ainsi, une vente à réméré ne pourrait être qualifiée de cession temporaire. En revanche, l'acquéreur a l'obligation de rétrocéder les titres si le vendeur le requiert. L'opération donne donc lieu à déclaration, lorsque les titres ainsi détenus donnent accès à plus de 0,5 % des droits de vote. Il en serait de même d'une acquisition d'actions assortie d'une option de vente à barrière activante<sup>1520</sup>. Mais ne sont concernées que les opérations dans lesquelles le cédant est celui qui a vocation à acquérir les titres *in fine*. Au contraire, sont exclues du champ de l'obligation les hypothèses dans lesquelles le cédant n'est pas celui auquel le cessionnaire s'engage à restituer ou à revendre les actions<sup>1521</sup>. L'actionnaire qui a « acheté » sur le marché une option de vente, c'est-à-dire s'est fait consentir une promesse d'achat n'est ainsi pas visé par le texte. Par ailleurs, le texte, tel qu'il est rédigé en ces deux composantes, ne vise que les opérations qui induisent un double transfert de propriété. En sont ainsi exclues les actions acquises dont le risque a été couvert par la souscription de dérivés dénouables en numéraire, qu'ils soient des contrats fermes ou optionnels. Il en est de même des actions souscrites à leur

---

<sup>1518</sup> Art. L. 225-126 III C. com.

<sup>1519</sup> V. *Rapport préc.*

<sup>1520</sup> Une option à barrière activante est une option qui ne peut être exercée que si le cours du sous-jacent atteint un cours fixé. V. J. HULL, *ouvr. préc.*, p. 568.

<sup>1521</sup> En ce sens, C. MAISON-BLANCHE et A. BARAT, « La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires », *art. préc.*

émission et qui seront ensuite cédées, notamment dans le cadre d'une opération de portage. La convention ferait se succéder une souscription et une cession<sup>1522</sup>, et non deux cessions. Mentionnons encore que la souscription de dérivés sur les marchés financiers par un actionnaire lui permettant de couvrir son risque, même fermes et dénouables physiquement, n'entreront généralement pas dans le champ de la disposition. Cette souscription ne s'inscrira en effet généralement pas dans une « opération de cession temporaire », qui suppose un lien juridique entre la première et la deuxième cession. La deuxième composante ne paraît pas mieux à même d'appréhender ces pratiques puisque cédant et cessionnaire seront généralement distincts.

Cette disposition n'offre donc pas un traitement exhaustif du problème soulevé par les positions courtes en actions, en période d'assemblée générale.

**261. – Obligation de déclaration des positions courtes.** L'article 223-37 du Règlement général de l'AMF impose encore une obligation de déclaration des positions courtes nettes sur les actions émises par une société cotée, lorsque cette position dépasse 0,2 % de son capital. La notification doit être renouvelée à chaque franchissement supplémentaire de 0,1% et doit également être effectuée à la baisse. La notification doit être faite à l'AMF, qui la publie au-delà de 0,5 %. Le calcul du seuil suppose la division des positions courtes par le nombre total d'actions composant le capital de la société.

La question essentielle se posant à la lecture de la disposition est celle de la définition des positions courtes. Elles s'entendent des positions nettes, ce qui signifie qu'il faut agréger les positions à la hausse, notamment la propriété d'actions, et les positions à la baisse : la déclaration n'aura lieu que si l'investisseur détient globalement une position à la baisse. Une instruction de l'AMF donne plus d'indications sur ce qu'il faut entendre par positions à la hausse et à la baisse<sup>1523</sup>. En outre, l'agrégation d'instruments financiers hétérogènes est impossible. C'est pourquoi le calcul se fait en appliquant pour chaque instrument un « delta », défini comme « *la sensibilité de la valeur théorique de l'instrument considéré par rapport aux variations du cours du sous-jacent* », c'est-à-dire la variation de valeur induite par la variation du cours de l'action sous-jacente.

Cette disposition n'a qu'une finalité financière. Elle a été adoptée suite à la crise liée aux crédits hypothécaires, en remplacement de mesures exceptionnelles qui avaient alors été prises

---

<sup>1522</sup> En ce sens, J. MESTRE et D. VELARDOCCHIO, *Lamy sociétés commerciales, ouvr. préc.*, n° 4509.

<sup>1523</sup> Instruction AMF n° 2010-08 du 9 novembre 2010 relative à la déclaration des positions courtes nettes à l'AMF, prise en application de l'article 223-37 du règlement général de l'AMF.

par l'AMF pour limiter la spéculation à la baisse sur les titres de certaines sociétés<sup>1524</sup>, en conformité au dispositif défini au niveau européen par le CESR<sup>1525</sup> et en anticipation de l'adoption du règlement européen portant sur la vente à découvert<sup>1526</sup>. L'objectif est d'assurer une transparence minimale de pratiques susceptibles de menacer la stabilité des marchés et parfois utilisées à des fins de manipulation de cours<sup>1527</sup>. L'idée est ainsi de donner aux régulateurs les moyens de surveiller les mouvements autour d'un titre et d'identifier les acteurs qui se livreraient à grande échelle à des ventes à découvert ou à d'autres opérations similaires. Le dispositif pourrait toutefois dissuader certains acteurs. Le but de ses rédacteurs était donc étranger à toute question de pouvoir au sein des sociétés. Remarquons que certaines différences dans le champ de l'obligation de déclaration des positions courtes et de l'obligation de déclaration pré-assemblée des cessions temporaires sont significatives à cet égard. À titre d'exemple, alors que la seconde concerne les sociétés qui ont leur siège social en France, la première s'applique à celles qui ont leur marché directeur en France. En outre, le calcul des seuils n'a pas lieu, dans ce dernier cas, en droit de vote mais en capital : l'inverse n'aurait aucun sens. Le nombre de droits de vote éventuellement possédés dans la société n'a pas non plus à être indiqué. Les exemptions sont encore différentes : seuls certains apporteurs de liquidité peuvent échapper à cette obligation. La publication, également, est effectuée par l'AMF.

Cette disposition pourrait-elle néanmoins permettre un encadrement des pratiques qui nous préoccupent ? Sont déclarées les positions courtes nettes : seules les situations extrêmes dans lesquelles l'investisseur détient un intérêt négatif sont donc visées<sup>1528</sup>. Les situations intermédiaires dans lesquelles un actionnaire couvre une partie de sa position ou l'intégralité de sa position ne donnent pas lieu à notification. En outre, ni la société, ni ses actionnaires ne sont spécifiquement informés. Seul le franchissement du seuil de 0,5% est publié.

**262. – Conclusion.** L'obligation de notification des positions courtes ne tend ainsi pas à encadrer les pratiques qui nous intéressent et ne permettra de les dévoiler que dans des cas extrêmes. L'obligation d'information à l'occasion d'un franchissement de seuils est plus proche de nos préoccupations mais permet seulement une meilleure information du marché sur la situation

---

<sup>1524</sup> V. notamment pour un exposé du problème, *Document de travail des services de la Commission, Résumé de l'analyse d'impact, Document accompagnant la Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit*, 15 sept. 2010, COM(2010) 482 final.

<sup>1525</sup> V. CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, n° 10-088, mars 2010 ; CESR, *Technical details of the Pan-European short selling disclosure régime*, n° 10-453, mai 2010.

<sup>1526</sup> Règlement n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

<sup>1527</sup> CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, préc.*, spéc. n° 11.

<sup>1528</sup> L'ESME avait conseillé l'instauration d'une obligation des positions en dérivés sur actions sur une base brute : les positions courtes et longues devaient être déclarées distinctement. V. ESME, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, nov. 2009, spéc. p. 13.

économique d'un actionnaire important. L'obligation de déclaration pré-assemblée des cessions temporaires et autres opérations similaires constitue en revanche un premier effort de réglementation de ces pratiques de « vote vide », sans que cela n'aille aussi loin que ce que le rapport rédigé par le groupe de place présidé par Monsieur Mansion le suggérait : celui-ci comportait plusieurs propositions, l'instauration d'une obligation de transparence mais également une suppression des droits de vote attachés aux titres ainsi détenus<sup>1529</sup>. L'ambition de la disposition demeure donc limitée<sup>1530</sup>.

\* \* \*

\*

**263. – Conclusion du chapitre 1.** Nombreux sont donc les mécanismes qui peuvent être utilisés par un associé afin de s'affranchir de l'aléa social supposé inhérent à la propriété de parts ou d'actions. Parmi ces pratiques, l'actionnariat indirect et les propriétés temporaires tiennent une place importante. Celui qui est tenu pour associé, dans ces hypothèses, n'est pas exposé à l'aléa social : c'est un tiers qui l'assume en réalité. A côté de ces pratiques, il en est d'autres qui consistent en une simple couverture par l'associé de son risque auprès de tiers. Celles-ci dans leur principe sont anciennes mais le développement des marchés financiers a offert des opportunités nouvelles aux acteurs financiers. Les procédés permettant la dissociation de l'aléa et du vote se sont ainsi diversifiés, de nouveaux outils ont vu leur validité affirmée dans d'autres branches du droit, bouleversant l'équilibre du droit des sociétés sans que celui-ci ne soit adapté et sans qu'aucune disposition existante ne permette d'appréhender efficacement ces mécanismes. Des arrangements jurisprudentiels ont parfois permis des ajustements. Cela s'est cependant fait au prix d'une atteinte à la cohérence du droit des sociétés. La nouvelle obligation de déclaration pré-assemblée des cessions temporaires témoigne néanmoins des préoccupations naissantes du législateur.

Les techniques préalablement décrites jouent sur l'attribution du droit de vote : celui-ci est conféré à une personne qui ne supporte pas l'aléa social. D'autres pratiques concernent non pas son attribution mais son exercice. L'exercice du droit de vote par un non-associé n'est pas en soi illégitime. Il peut le devenir si le vote est exercé par le votant dans un intérêt propre.

---

<sup>1529</sup> AMF, Groupe de place présidé par Y. Mansion, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008, p. 10 et s.

<sup>1530</sup> V. *infra* n° 391 et s.

## Chapitre 2 : Des votants non associés

**264.** – Les pratiques préalablement décrites permettent, pour un associé, de s'affranchir de l'aléa social tout en conservant sa qualité et les prérogatives politiques qui en découlent. Dans d'autres situations, un tiers à la société exerce le droit de vote ou le fait exercer pour son compte. Cet acteur, qui n'a pas la qualité d'associé, ne supporte pas l'aléa social. Parmi ces pratiques, les hypothèses de représentation sont les plus classiques. Elles ne devraient susciter aucune difficulté. Il peut toutefois en être autrement lorsqu'il n'est pas garanti que le représentant vote pour le compte du représenté ou du moins dans son intérêt. Il peut encore advenir que certains acteurs accèdent de manière occulte au droit de vote. Il n'est plus question, alors, de représentation : ils agissent pour leur compte propre sous le nom d'autrui.

L'étude des mécanismes de représentation (section 1) précèdera l'analyse des hypothèses d'accès occulte au droit de vote (section 2).

### Section 1 – Les mécanismes de représentation

**265.** – Les mécanismes de représentation ne devraient pas, en théorie, soulever de difficulté. Si le représentant vote sans être le propriétaire véritable, il agit au nom et pour le compte du représenté, de telle sorte qu'il n'existe pas de dissociation entre propriété et jouissance du droit de vote : « *le mandataire est comme le prolongement de la personne du mandant* »<sup>1531</sup>. Dans certaines circonstances, cependant, il peut arriver que le représentant exerce le droit de vote en toute liberté, sans consigne du représenté. Tout mécanisme de représentation renferme donc un risque de dissociation entre qualité d'associé et vote. Mais certains s'y prêtent plus que d'autres.

Il convient au préalable d'exclure de notre propos les hypothèses judiciaires de représentation, séquestre et mandat *ad hoc*. Il pourrait paraître à première vue que ces acteurs judiciairement nommés n'exerceront pas le droit de vote dans le sens du titulaire du vote. Le séquestre judiciaire<sup>1532</sup> ne se voit habituellement pas reconnaître le droit de vote. Il ne peut en

---

<sup>1531</sup> E. GAILLARD, *La société anonyme de demain, ouvr. préc.*, p. 59.

<sup>1532</sup> Art. 1961 et s. C. civ.

effet effectuer que des actes de conservation et ne saurait s’immiscer dans la gestion sociale. Dans certains cas, cependant, les juges ont pu lui reconnaître le pouvoir de voter – par exemple lorsqu’il existait une contestation sur la propriété des titres ou sur le choix d’un représentant des titulaires indivis et que l’absence d’exercice du droit de vote était susceptible de porter atteinte au bon fonctionnement de la société<sup>1533</sup>. L’exercice du droit de vote par le séquestre s’apparentait alors, en effet, à un acte de conservation<sup>1534</sup>. Mais ces cas demeurent exceptionnels<sup>1535</sup> et réservés au séquestre judiciaire<sup>1536</sup>, à l’exclusion du séquestre conventionnel. Surtout, le séquestre ne vote que sur autorisation du juge et en représentation des propriétaires des titres. On ne peut donc parler de dissociation entre aléa et vote. On ne saurait non plus voir une telle dissociation dans la situation du mandataire *ad hoc*<sup>1537</sup>, nommé judiciairement afin de voter à la place d’un ou plusieurs actionnaires ayant commis un abus de minorité<sup>1538</sup>. En effet, le mandataire est nommé dans des circonstances exceptionnelles<sup>1539</sup> et vote à la place des propriétaires de droits sociaux en considération du sens qu’aurait dû emprunter leur vote s’ils n’avaient pas agi abusivement.

Ces hypothèses écartées, nous nous attacherons à l’étude de mécanismes pouvant soulever des questions plus délicates. Seront envisagées successivement la représentation par les sociétés

---

<sup>1533</sup> Par exemple, TC Seine, 3 février 1950 cité par M. GUILBERTEAU, *préc.* Des actions d’une société en faillite avaient été mises sous séquestre et il était prévu qu’elles ne participent pas au vote. Cependant, une assemblée devait être réunie afin de statuer sur le sort de la société, suite à la fin des opérations de faillite. La tenue de cette assemblée nécessitait que ces actions prennent part au vote, à défaut le quorum n’aurait pu être réuni. Le juge des référés a alors autorisé le séquestre à voter. V. égal. Cass. com. 23 oct. 2007, n° 06-16574 ; *Bull. Joly* 2008, p. 103, note P. LE CANNU ; Cass. com. 15 févr. 1983, *Rev. sociétés* 1983, p. 593, note M. GUILBERTEAU : la Cour de cassation approuve la cour d’appel d’avoir jugé que « le droit de vote attaché aux actions entre dans le pouvoir d’administration du séquestre lorsque son exercice a un but conservatoire ».

<sup>1534</sup> V. Cass. com. 15 févr. 1983, *préc.* ; M. GUILBERTEAU, « Le droit de vote du séquestre judiciaire d’actions litigieuses », *art. préc.* ; J. NOIREL, *ouvr. préc.*, n° 210 et s.

<sup>1535</sup> M. GUILBERTEAU, « Le droit de vote du séquestre judiciaire d’actions litigieuses », *Rev. sociétés* 1971, p. 497 ; W. LE BRAS, « De l’exercice du droit de vote relatif aux actions mises sous séquestre », *Bull. Joly* 1982, p. 207. V. égal. P. MERLE et A. FAUCHON, *préc.*, n° 467 ; M. COZIAN, A. VIANDIER et F. DEBOISSY, *art. préc.*, n° 430 ; P. LE CANNU et B. DONDERO, *Droit des sociétés*, 3<sup>ème</sup> éd., Domat, 2009, n° 1190.

<sup>1536</sup> V. cependant, D. COHEN, qui évoque la possibilité du vote du séquestre conventionnel, « Les conventions de vote », *art. préc.* V. en matière de séquestre judiciaire et conventionnel : M. BORDONNEAU, « Le séquestre de valeurs mobilières », *Dr. et patrimoine* 2001, n° 89, p. 40.

<sup>1537</sup> V. Cass. com. 9 mars 1993, n° 91-14685, *Bull. civ. IV* 1993, n° 101, p. 69 ; *RJDA* 1993, p. 253, concl. PH. RAYNAUD ; *Les petites affiches* 1993, n° 36, p. 12, note P.M. ; *JCP éd. E* 1993, II, 448, note A. VIANDIER ; *JCP éd. G* 1993, II, 22107, note Y. PACLOT ; *D.* 1993, p. 363, note Y. GUYON ; *Rev. sociétés* 1993, p. 403, note P. MERLE ; *RD banc.* 1993, n° 37, p. 132, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE ; *Bull. Joly* 1993, p. 537, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 1993, n° 95, note H. LE NABASQUE. V. égal. J.-F. BARBIERI, « Retour sur les sanctions de l’abus de minorité », in *Mélanges D. Schmidt*, Joly éd., 2005, p. 51 ; A.-L. CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU, *Les abus de majorité, de minorité et d’égalité*, Préf. J.-J. Daigre, Dalloz, 2010, spéc. n° 555 et s.

<sup>1538</sup> Sur l’abus de majorité V. D. SCHMIDT, *Les conflits d’intérêts dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 368 ; D. TRICOT, « Abus de droits dans les sociétés – Abus de majorité et abus de minorité », *RTD com.* 1994, p. 617, spéc. p. 625.

<sup>1539</sup> V. par ex. Cass. com. 10 nov. 2009, n° 08-19356, *Bull. Joly* 2010, p. 138, note G. GIL ; Cass. com. 29 sept. 2009, n° 08-19937, *Bull. Joly* 2010, p. 23, note G. GIL : « La désignation judiciaire d’un administrateur provisoire de la société est une mesure exceptionnelle qui suppose rapportée la preuve de circonstances rendant impossible le fonctionnement normal de la société et menaçant celle-ci d’un péril imminent ».



de gestion dans le domaine de la gestion collective (I), puis certaines hypothèses de vote par procuration (II).

## I- La représentation par les sociétés de gestion

**266. – Présentation.** Parmi les hypothèses de représentation, il faut distinguer le cas particulier des sociétés de gestion. Celles-ci sont amenées à gérer les actifs détenus par les porteurs de parts de fonds commun de placement et par les sociétés d'investissement et à en exercer le droit de vote.

Les fonds communs de placement sont définis comme des « *copropriétés d'instruments financiers et de dépôts* »<sup>1540</sup> et la personnalité morale ne leur est pas reconnue. Il en résulte que, lorsque le fonds est en partie constitué de titres de capital, seuls les porteurs se voient attribuer, en théorie, les droits attachés aux titres. Ils ne peuvent en réalité les exercer directement. Tout fonds est donc géré par une société de gestion, considérée comme mandataire des porteurs<sup>1541</sup> ; c'est elle qui exercera le droit de vote pour le compte des porteurs de parts.

Dans les sociétés d'investissement, le recours aux sociétés de gestion n'est pas systématique. Il est toutefois fréquent que la gestion soit externalisée<sup>1542</sup>. Et si elle ne l'est pas, la société d'investissement est soumise aux règles régissant l'activité des sociétés de gestion<sup>1543</sup>.

**267. – Dissociation potentielle.** À première vue, le vote des sociétés de gestion n'est qu'une application particulière du mandat de vote. En réalité, la situation diffère : les règles du droit commun du mandat sont souvent écartées et les règles générales relatives à la représentation des actionnaires en assemblée ne s'y appliquent pas<sup>1544</sup>. Ainsi, le Code de commerce impose que le mandat de vote soit temporaire, spécial et donné en connaissance de cause<sup>1545</sup>. Tout au contraire, la société de gestion a un mandat général et permanent. En outre, en droit commun, le mandant qui a consenti un mandat irrévocable peut toujours choisir d'exercer personnellement les actes pour lesquels il a donné mandat. Il en est autrement en matière de fonds commun de placement où les porteurs de parts sont dénués de tout pouvoir de gestion dans les sociétés dont les actions

---

<sup>1540</sup> Art. L. 214-20 du C. mon. fin.

<sup>1541</sup> Par ex. CL. WITZ, *th. préc.*, n° 132 ; M. STORCK, « Sociétés de gestion de portefeuille », *JCl. Sociétés*, févr. 2011 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 402.1. V. cependant PH. JESTAZ, *RTD civ.* 1980, p. 180, spéc. p. 181.

<sup>1542</sup> La délégation est obligatoire dans les SICAF, aux termes de l'article L. 214-140 C. mon. fin.

<sup>1543</sup> Art. 411-1 RG AMF.

<sup>1544</sup> V. art. L. 214-20 et s. C. mon. fin. V. sur cette question, S. NAJJAR, *La gestion de portefeuille – Contribution de la notion de quasi-propriété*, th. Paris 2, 2005.

<sup>1545</sup> V. *supra* n° 54.

sont détenues<sup>1546</sup>, de même qu'en matière de société d'investissement. Dans ce cadre, l'alignement des intérêts entre votants n'est plus garanti : la société de gestion vote alors qu'elle n'a pas d'intérêt direct dans la société<sup>1547</sup>. De même, la liberté du vote des porteurs n'est pas assurée puisqu'ils ne peuvent révoquer le mandat conféré à la société de gestion. À l'occasion de certaines décisions d'ailleurs, il peut advenir que la société de gestion ait un intérêt contraire à celui des porteurs. C'est notamment le cas lorsqu'elle fait partie d'un groupe multi-métiers dont une société ou un département est en relation avec la société dont les titres sont détenus<sup>1548</sup>. Lorsque la société de gestion vote en considération de ses intérêts propres et non des intérêts des porteurs, il advient alors une véritable dissociation entre propriété et vote.

L'hypothèse d'un conflit d'intérêts n'est pas un cas d'école, ainsi qu'en témoigne l'intervention, en 2002, de la *Deutsche Bank* dans la fusion entre *Compaq* et *HP*<sup>1549</sup>, aux États-Unis. Une assemblée générale devait se tenir pour approuver une fusion contestée entre ces deux sociétés. Le département banque d'investissement de la *Deutsche Bank* travaillait alors pour *HP*, aux termes d'un contrat resté confidentiel d'un million de dollars, assorti d'un million supplémentaire en cas d'approbation de la fusion. Parallèlement, le département gestion d'actifs de cette même banque devait exercer 17 millions de votes pour le compte des clients qu'il conseillait<sup>1550</sup>. Les votes avaient été émis contre la fusion, plusieurs jours avant l'assemblée. Les dirigeants d'*HP* ont alors demandé au département banque d'investissement d'organiser un entretien avec le gestionnaire d'actifs. À cette occasion, les intérêts de la *Deutsche Bank* dans la fusion ont été révélés au gestionnaire. À l'issue même de l'entretien, celui-ci a annoncé qu'il changeait le sens de son vote. La *SEC* a poursuivi la banque pour non-révélation de conflit d'intérêts et l'a condamnée à une amende de 750000 dollars.

---

<sup>1546</sup> V. PH. BISSARA, « L'influence de la professionnalisation de l'actionariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières », in *Mélanges Vasseur*, Banque éditeur, 2000, p. 11, spéc. p. 17 : « *Le possesseur des capitaux investis sous gestion déléguée ignore les placements qui sont effectués par le gestionnaire pour son compte ou celui de l'organisme dont il détient des parts ; bien que supportant in fine le véritable risque des placements, il ne peut en rien se comporter comme un actionnaire des sociétés émettrices dans lesquelles sont placés ses capitaux* ». V. égal. PH. JESTAZ, *préc.* ; CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 132.

<sup>1547</sup> V. A. DRAIN, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, th. préc.*, n° 7.

<sup>1548</sup> V. N. CUSACQ, « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *Rev. sociétés* 2006, p. 491, spéc. n° 11 ; C. STEVANT, « L'exercice par les sociétés de gestion des droits de vote détenus par les OPCVM : enjeux et perspectives », in « Entretiens de l'AMF », 18 novembre 2004, *Rev. AMF* nov. 2004, n° 8, p. 31. V. égal. C. STEVANT, « La gouvernance des fonds », in Entretiens de l'AMF », 29 novembre 2005, *Rev. AMF* déc. 2005, p. 39.

<sup>1549</sup> SEC, Administrative Proceeding Release n° IA-2160, disponible sur <http://www.sec.gov>.

<sup>1550</sup> Les clients avaient la possibilité d'exercer eux-mêmes le droit de vote. À défaut, la banque exerçait pour eux le droit de vote.

Comment s'assurer dans ce contexte de la légitimité du vote de la société de gestion<sup>1551</sup> ?

**268. – Incitation à voter.** Longtemps, en France, le droit de vote des sociétés de gestion constituait un faux problème, puisqu'il était très rare qu'elles exercent leurs prérogatives politiques<sup>1552</sup>. Le législateur, inspiré par les pratiques américaines<sup>1553</sup>, a cependant tenté d'imposer une obligation de vote des fonds commun de placement. L'un des objectifs était de faciliter la réunion du quorum dans les assemblées d'actionnaires. Dès 1997, une obligation absolue de vote<sup>1554</sup> pour les sociétés gérant des fonds d'épargne retraite a été consacrée<sup>1555</sup>. Le décret d'application n'a cependant jamais paru et la loi a finalement été abrogée. La même année, la Commission des opérations de bourse imposait, dans un règlement relatif aux règles de bonne conduite des sociétés de gestion de portefeuille, que celles-ci soient « *en mesure d'exercer librement les droits attachés aux titres détenus par un OPCVM [qu'elles gèrent]* »<sup>1556</sup>. L'Association française de la gestion financière (AFG) conseillait également à ses membres d'exercer le droit de vote en assemblée<sup>1557</sup>. Le législateur a finalement adopté une position modérée à l'occasion de la loi de sécurité financière<sup>1558</sup>. Dans sa rédaction actuelle, l'article L. 533-22 du Code monétaire et financier dispose : « *les sociétés de gestion de portefeuille exercent les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendent compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote (...). En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des organismes de placement collectif en valeurs mobilières* ». Il n'existe donc pas d'obligation de vote absolue à la charge des sociétés de gestion.

---

<sup>1551</sup> Le problème dépasse la seule question du droit de vote, des conflits d'intérêts pouvant influencer sur les stratégies d'investissement elles-mêmes. On limitera cependant notre étude au vote. Pour une affaire française ne concernant pas le droit de vote mais la stratégie d'investissement d'une société de gestion, V. Cass. com. 27 mai 1997, n° 95-11921, *préc.*

<sup>1552</sup> V. F. BUSSIERE, De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers, in *Mélanges D. Schmidt*, éd. Joly, 2005, p. 109, spéc. p. 117 ; A. DRAIN, *th. préc.*, n° 501.

<sup>1553</sup> Le département du travail a exigé dans une lettre du 23 février 1988 (*Avon letter*) que les fonds de pension exercent leurs droits de vote ou qu'ils expliquent pourquoi ils ne l'exercent pas, nommée « *Avon letter* ». Depuis, l'obligation a été étendue et précisée. Les fonds doivent notamment publier leur politique de vote. V. PH. MARINI, *La modernisation du droit des sociétés*, Rapport au Premier ministre, La documentation française, 1996, p. 94. V. égal. I. RIASSETTO et M. STORCK, *OPCVM*, Joly éd., 2002, n° 207 et s.

<sup>1554</sup> Loi n° 97-277 du 25 mars 1997 créant les fonds d'épargne retraite, art. 13.

<sup>1555</sup> V. « La proposition de généralisation de l'obligation de vote des investisseurs institutionnels », *Bull. ANSA* mai-juin 1997, n° 2891. V. égal. A. COURET, « Première traduction législative de la corporate governance : la loi sur les fonds de pension », *D.* 1997, p. 241.

<sup>1556</sup> Règlement COB n° 96-03 du 22 janvier 1997, relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, art. 8.

<sup>1557</sup> Règlement de déontologie de l'AFG, 1997.

<sup>1558</sup> La loi n° 2003-706 du 1er août 2003 relative à la sécurité financière. V. notamment, N. CUZACQ, « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *Rev. sociétés* 2006, p. 491 ; R. KADDOUCH, « L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière », *D.* 2004, p. 796 ; M. STORCK, « Gouvernement d'entreprise et gestion collective », in *Mélanges J. Béguin*, Litec, 2005, p. 701. V. égal. F. MANIN, « L'obligation de vote de l'OPCVM et du fonds de pension – Commentaire d'une proposition du rapport Marini », *Banque et droit* mars-avril 1997, n° 52, p. 17.

Mais si elles ne votent pas, elles doivent expliquer les raisons de leur abstention : c'est là la mise en œuvre du principe anglo-saxon inspiré des règles du gouvernement d'entreprise, « *comply or explain* »<sup>1559</sup>.

Encourageant le vote des sociétés de gestion, le législateur français stimulait l'activisme actionnarial<sup>1560</sup>, sans véritablement se soucier des impacts que celui-ci aurait sur la vie sociale. Cette disposition a pourtant eu de fortes répercussions. Elle accroît, en effet, le fossé qui sépare les actionnaires institutionnels des actionnaires individuels<sup>1561</sup> : le renforcement du pouvoir d'influence des premiers se traduit inéluctablement par l'amenuisement de celui des seconds. Elle bouleverse par là même le fonctionnement des grandes sociétés, stimulant l'expression d'actionnaires par hypothèse très minoritaires<sup>1562</sup>. En incitant les sociétés de gestion au vote, c'est finalement une prise de conscience que le législateur a favorisée : un engagement actif au sein des sociétés peut être rémunérateur. Cet engagement ne se traduit pas exclusivement par l'exercice du droit de vote mais également par un dialogue constant avec la direction<sup>1563</sup>. Les sociétés doivent donc se réorganiser afin de s'adapter à ces évolutions. Dans une optique de bon gouvernement d'entreprise, le renforcement de la participation des sociétés de gestion améliorerait la qualité de la direction des sociétés. On ne peut exclure cependant qu'elle se traduise également par des stratégies court-termistes menaçant leur stabilité. Soulignons toutefois que les durées moyennes de détention des titres par les fonds communs de placement sont relativement longues.

---

<sup>1559</sup> Sur le principe « *comply or explain* », V. notamment A. PIETRANCOSTA et J.-B. POULLE, « Le principe "appliquer ou expliquer" », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, sous la direction d'E. Le Dolley, LGDJ, 2010, p. 377, spéc. n° 21 et s. ; J.-B. POULLE, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe "se conformer ou expliquer" en droit boursier*, L'Harmattan, 2011.

<sup>1560</sup> La législation française n'est pas la seule à l'origine de la montée de la participation des sociétés de gestion en France. En effet, les législations étrangères ont également des effets extra-territoriaux. À titre d'exemple, les États-Unis ont également imposé à leurs gestionnaires une obligation de vote dans les sociétés étrangères dont ils détiennent des titres, si l'exercice de ce droit n'a pas un coût prohibitif. V. J.-P. VALUET, « Les fonds de pension américains : incidence de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises », *Bull. Joly bourse* 1996, p. 5.

<sup>1561</sup> V. PH. BISSARA, *art. préc.*, qui notait avant la loi de sécurité financière et au sujet de l'obligation de vote des gestionnaires : « *il est difficile de concevoir qu'au sein d'un même "corps électoral", celui des actionnaires, certains soient astreints à voter et d'autres pas, ce qui créerait à l'évidence un profond déséquilibre entre les catégories d'électeurs et déplacerait de fait le contrôle de la société* ».

<sup>1562</sup> Un OPCVM ne peut, en effet, investir plus de 5 % de ses actifs en titres d'un même émetteur (art. L. 214-4 C. mon. fin.). V. égal. la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 *portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, art. 56 1° : « *Une société d'investissement ou une société de gestion, agissant pour l'ensemble des fonds communs de placement qu'elle gère et qui relèvent du champ d'application de la présente directive, n'acquiert pas d'actions assorties du droit de vote et lui permettant d'exercer une influence notable sur la gestion d'un émetteur* ». Cette contrainte est conforme à l'objectif de diversification des actifs en vue de minimisation du risque qui est celui du placement collectif. (V. notamment J.-P. SENN, *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, ouvr. préc.*, spéc. n° 5).

<sup>1563</sup> V. PH. BISSARA, *art. préc.* ; Sur les différents moyens de pression, V. égal. C. GIRARD, « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, sept. 2001, vol. 4, n° 3, p. 123.

**269. – Encadrement du vote.** Au vu des bouleversements qu'implique cette incitation à voter, le législateur se devait d'assurer un encadrement adéquat du droit de vote.

Parce qu'elles constituent des entreprises d'investissement, elles voient leur activité réglementée et sont notamment soumises à agrément<sup>1564</sup>. Le législateur et le régulateur ont imposé un certain nombre de règles d'organisation et de bonne conduite<sup>1565</sup>, notamment la constitution d'une « *muraille de Chine* » entre les différents départements d'une entreprise d'investissement et l'obligation de nomination d'un responsable de conformité.

Au-delà de ces règles générales, des dispositions spécifiques à l'exercice du droit de vote ont été adoptées. Elles n'ont cependant pas été conçues comme des règles de « droit des sociétés », en ce que le législateur visait à la protection des épargnants, et plus généralement au bon fonctionnement du marché, sans que la situation des sociétés émettrices ne soit prise en compte<sup>1566</sup>. Il a ainsi été précisé que le droit de vote doit être exercé « *dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts* »<sup>1567</sup>. Cette expression ne semble pas signifier que le droit de vote ne doit pas être exercé dans l'intérêt collectif des actionnaires de la société dont les titres sont détenus ou plus généralement dans l'intérêt social<sup>1568</sup>. Elle souligne seulement qu'il doit l'être pour le compte des porteurs de parts et que son exercice ne peut en aucun cas être influencé par les intérêts propres de la société de gestion. L'affirmation demeure cependant une simple déclaration de principe<sup>1569</sup>. Afin d'assurer son effectivité, le règlement général de l'AMF impose la constitution d'un document intitulé « *politique de vote* »<sup>1570</sup>. Ce document doit, en particulier, mentionner les principes auxquels la société de gestion se réfère pour déterminer le sens de son vote et l'organisation qui lui permet d'exercer ce droit de vote. En outre, un autre rapport doit être élaboré *a posteriori*, expliquant notamment si la société a pu mettre en œuvre sa politique de vote et mentionnant les situations de conflits d'intérêts rencontrées<sup>1571</sup>. L'AMF se réserve encore la possibilité de demander la communication d'informations complémentaires relatives au droit

---

<sup>1564</sup> Art. L. 532-9 C. mon. fin. ; Art. 311-1 et s. RG AMF.

<sup>1565</sup> Art. L. 533-10 et art L. 534-1 et s. C. mon. et fin. ; Art. 313-1 et s. et art. 314-1 et s. RG AMF. V. égal. I. RIASSETTO et M. STORCK, « Les sociétés de gestion et la gestion de portefeuille », *in* Dossier spécial : « De la loi MAF à l'ordonnance MIF : une nouvelle étape dans la modernisation des marchés financiers », *Bull. Joly bourse* 2007, p. 585 ; « Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille », *Bull. Joly bourse* 2008, p. 90.

<sup>1566</sup> V. PH. BISSARA, *préc.*, spéc. p. 16.

<sup>1567</sup> L. 533-22 C. mon. fin.

<sup>1568</sup> *Contra* R. KADDOUCH, « L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière », *D.* 2004, p. 796. Sur cette question, V. égal. F. BUSSIÈRE, « De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers », *in Mélanges D. Schmidt*, Joly, 2005, p. 109.

<sup>1569</sup> V. A. COURET, « Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *JCP éd. G* 2003, I, 63.

<sup>1570</sup> Art. 314-100 RG AMF.

<sup>1571</sup> Art. 314-101 RG AMF.

de vote<sup>1572</sup>. Certes, le manquement à ces obligations ou leur violation n'est pas directement sanctionné, encore qu'ils pourraient être appréhendés sur le terrain de la responsabilité civile, de la diffusion de fausses informations voire sur celui de l'information privilégiée. Cependant, l'AMF exerce chaque année un contrôle strict sur les sociétés de gestion et publie les résultats de ses investigations, ce qui paraît suffisamment dissuasif pour éviter les abus flagrants. Des pratiques détournées peuvent néanmoins subsister. Par exemple, lorsque la société de gestion ne souhaite pas exercer le vote conformément à sa politique de vote, il lui suffit de procéder à une cession temporaire des actions détenues, par le moyen d'un prêt par exemple<sup>1573</sup>.

**270. – Conclusion.** Il existe donc, en ce qui regarde les sociétés de gestion, une hypothèse potentielle de dissociation entre aléa et exercice du droit de vote. Des difficultés peuvent surgir d'un éventuel conflit entre les intérêts des porteurs et les intérêts propres de la société de gestion. Mais le législateur français s'est attaché à garantir un exercice adéquat du droit de vote. Le dispositif est ainsi relativement satisfaisant en ce qu'il paraît éviter les abus flagrants.

## II- Le vote par procuration

**271. –** Le vote par procuration n'engendre en théorie pas de dissociation entre aléa social et droit de vote. Le votant, s'il ne subit pas l'aléa social, agit au nom et pour le compte de l'associé mandant<sup>1574</sup>. Certains mandats, cependant, s'apparentent à une véritable renonciation de l'associé à son droit de vote ou à une cession de celui-ci. Ainsi, mandat irrévocable, mandat permanent et toute convention s'apparentant à une cession de droit de vote sont prohibés<sup>1575</sup>. D'autres hypothèses particulières de vote par procuration sont plus délicates. Nous envisagerons le vote des actionnaires étrangers (A) puis les sollicitations de mandats (B).

---

<sup>1572</sup> Art. 314-102 RG AMF.

<sup>1573</sup> V. N. CUSACQ, *préc.*, spéc. n° 12 ; F. GOULARD, Compte rendu des séances de l'Assemblée nationale, 30 avr. 2003, *JO AN* 1<sup>er</sup> mai 2003, discussions de l'article 47 sexies du projet de loi de sécurité financière, « *Pensons, par exemple, à des SICAV de banque, quand la banque est concernée par la vie de telle grande société dans laquelle elle intervient. Là, il serait en effet intéressant de savoir pourquoi la société de gestion, donc la banque, n'a pas exercé le droit de vote pour le compte de la SICAV. Mais, si cela la gêne un tant soit peu, vous savez comme moi ce qui se passera. On fera, pour une journée, un prêt-titre et, pendant cette journée-là, celle de l'assemblée générale, la SICAV n'aura pas l'action en question, l'action qui dérange, l'action pour laquelle il eût été gênant d'expliquer pourquoi on n'avait pas pris part au vote. Alors, tout ce que j'ai entendu est de bon sens, mais je crois aussi que les pratiques s'infléchiront pour contourner une disposition comme celle-là* ».

<sup>1574</sup> V. *supra* n° 54.

<sup>1575</sup> V. *supra* n° 46 et s.

## A- Le vote des actionnaires étrangers

**272. – Chaîne de détention**<sup>1576</sup>. L'actionnariat étranger est généralement un actionnariat intermédié. Il est rare que l'investisseur soit directement inscrit en compte. Cette situation de fait qui posait difficulté au regard du principe selon lequel les actions sont inscrites en compte au nom du propriétaire<sup>1577</sup> est désormais régulière, le législateur ayant posé une exception à cette règle lorsque le propriétaire est un non-résident<sup>1578</sup>. Il admet également qu'une procuration de vote puisse être donnée à cet intermédiaire et il en prévoit les modalités, qui diffèrent partiellement de celles du mandat de vote de droit commun<sup>1579</sup>. Dans un tel système, l'intermédiaire est le mandataire de son client, l'actionnaire. La réalité est toutefois souvent plus complexe car il est rare que la chaîne de détention ne fasse intervenir que deux acteurs. Souvent, les titres sont inscrits au nom d'un conservateur international de titre (« *global custodian* »), qui agit lui-même par le biais de sous-conservateurs (« *sub-custodians* »). L'inscription du dernier intermédiaire donne lieu à l'ouverture d'un compte, généralement collectif (« *omnibus* »)<sup>1580</sup>. Les chaînes d'intermédiaires peuvent cependant prendre des formes diverses. Il en ira par exemple différemment selon que le non-résident est titulaire d'actions ou de certificats de dépôt (*Depositary Receipts*)<sup>1581</sup>.

**273. – Difficultés.** Un tel système suscite plusieurs difficultés<sup>1582</sup>. D'une part, la transparence est mal assurée<sup>1583</sup> : il est délicat pour la société de déterminer quels sont ses actionnaires. D'autre part, l'exercice du droit de vote par l'actionnaire étranger est extrêmement complexe. Il faut en effet assurer que l'information remonte la chaîne de détention puis que la procuration donnée par l'actionnaire la redescende, car il est très rare que l'actionnaire vote directement. Il convient également d'assurer que l'intermédiaire qui vote le fait uniquement sur instruction de son client et conformément à cette instruction. Il faut enfin qu'aucun vote ne se perde. À défaut d'un système efficient, l'actionnaire véritable serait privé de ses droits et l'intermédiaire serait doté d'un pouvoir qu'il ne devrait pas avoir.

---

<sup>1576</sup> Cette question est propre aux sociétés par actions dont les titres sont admis sur un marché réglementé, où l'actionnariat étranger est très développé, encore que la présence de chaînes d'intermédiaires puisse également affecter les sociétés anonymes non cotées.

<sup>1577</sup> Art. L. 228-1 al. 6 C. com.

<sup>1578</sup> Art. L. 228-1 al 7 C. com.

<sup>1579</sup> L. 228-3-2 C. com.

<sup>1580</sup> V. J.-P. VALUET, « Identification et vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, p. 571. V. égal. H. DE VAUPLANE, *préc.*, spéc. p. 152.

<sup>1581</sup> Pour une analyse des chaînes de détention et des rapports juridiques entre les intervenants, V. *supra* n° 162 et s.

<sup>1582</sup> V. notamment H. SYNVEY et A. TENENBAUM, *art. préc.*, n° 99. V. égal. A. BERDOU, « L'identification des actionnaires des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », *Actes pratiques et ing. soc.* janv.-fév. 2012, p. 28.

<sup>1583</sup> V. *infra* n° 495 et s.

L'importance des détentions de titres de capital par les non-résidents rend pourtant nécessaire un système souple permettant l'exercice aisé du droit de vote afin de favoriser la réunion du quorum<sup>1584</sup>. La volonté de faciliter la participation des actionnaires étrangers s'inscrit aussi dans le courant visant à améliorer le gouvernement d'entreprise en encourageant l'exercice du droit de vote par les actionnaires minoritaires. La loi relative aux nouvelles régulations économiques<sup>1585</sup> s'est efforcée de régler ces deux aspects<sup>1586</sup> en améliorant le procédé d'identification des actionnaires et en assurant à l'intermédiaire inscrit, tout en la réglementant, la possibilité de voter en représentation du propriétaire<sup>1587</sup>.

Des questions demeurent cependant en suspens. Comment s'assurer que le droit de vote est effectivement exercé par l'actionnaire véritable ? Les instructions données arrivent-elles à destination ? La vérification reste aujourd'hui difficilement possible<sup>1588</sup>. En outre, l'actionnaire titulaire du droit de vote l'exercera rarement et s'en remettra aux intermédiaires. Comment s'assurer alors qu'il n'existe aucun conflit d'intérêts ? La situation se complique lorsqu'il est fait recours à un conseil en vote<sup>1589</sup> (« *proxy advisor* »), la chaîne des intervenants s'allonge encore, le conseil pouvant d'ailleurs déjà en constituer un maillon, à un autre titre<sup>1590</sup>. Le vote pourra souvent être exercé par un intermédiaire sans qu'il n'ait à se préoccuper des instructions d'un propriétaire trop éloigné dont il ne connaît sans doute pas l'identité et sans que l'actionnaire ne puisse opérer de contrôle véritable<sup>1591</sup>. Surtout, le législateur ne s'est intéressé qu'à l'exercice du droit de vote sans se préoccuper de mieux déterminer qui en est le titulaire. Il s'est contenté d'affirmer que l'intermédiaire non-proprétaire pouvait être inscrit en compte afin de limiter le risque de nullité des assemblées générales<sup>1592</sup>, sans pour autant donner d'indication sur celui qui

---

<sup>1584</sup> ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées françaises*, 2<sup>ème</sup> éd., janv. 2003, p. 3.

<sup>1585</sup> Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques. V. A. VIANDIER, *Sociétés et loi NRE*, Dossiers pratiques Francis Lefebvre, 2001, n° 400 et s. ; CH. ARSOUZE et P. LEDOUX, *art. préc.* ; F. BARRIERE, *préc.* ; A. COURET, « La reconnaissance en droit des sociétés anonymes d'un étrange droit à la légitime défiance », in *Mélanges J. Paillusseau*, Dalloz, 2003, p. 215 ; M. STORCK, *préc.* ; J.-P. VALUET, « Identification et vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *préc.* V. égal. J.-P. VALUET, « Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives à l'identification et au vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *art. préc.*

<sup>1586</sup> Suite aux propositions de l'ANSA : ANSA, Rapport du groupe de travail présidé par P. BISSARA, *préc.*

<sup>1587</sup> V. *supra* n° 190.

<sup>1588</sup> V. AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *préc.*, p. 43.

<sup>1589</sup> V. *infra* n° 549. Sur le rôle des proxy voting providers dans le vote des actionnaires étrangers, V. notamment, M. THOUCH, « Les sociétés spécialisées dans l'exercice des droits de vote (*proxy voting providers*) », *Actes pratiques et ingénierie sociétariaire* mai-juin 2006, p. 29.

<sup>1590</sup> V. J.-P. VALUET, « Fonds de pension américains : incidence de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises », *Bull. Joly Bourse* 1996, p. 5.

<sup>1591</sup> V. Commission européenne, *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General – « Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights »*, avr. 2005 : « *A majority took the view that there are problems associated with holding of depositary receipts, which potential new measures, if any, should address. In particular, holders of depositary receipts often do not have the right to vote on the underlying shares.* ».

<sup>1592</sup> V. *infra* n° 503 et s.



doit être considéré comme actionnaire ou propriétaire. Or nous l'avons vu<sup>1593</sup>, la complexité des chaînes de détention rend souvent la détermination du propriétaire, au sens du droit français, difficile. Peut-on admettre, par exemple, qu'un intermédiaire soit considéré comme propriétaire et donc titulaire du droit de vote, en considération d'un droit étranger ? Il y aurait alors visiblement une dissociation entre aléa et droit de vote, le titulaire final demeurant le propriétaire « réel » et le seul apporteur<sup>1594</sup>. Seul le dernier maillon de la chaîne devrait en réalité être qualifié d'actionnaire<sup>1595</sup>.

**274. – Conclusion.** Le vote des actionnaires non résidents continue donc de soulever des difficultés nombreuses<sup>1596</sup>. La première à devoir être réglée est sans doute celle de la détermination de l'actionnaire véritable. À défaut, les efforts déployés afin de garantir l'intégrité de l'exercice du vote seraient vains. Remarquons à cet égard que légitimer le vote d'intermédiaires non actionnaires, ou du moins ne subissant pas l'aléa social, n'est pas favoriser le bon gouvernement d'entreprise. À cette fin, d'autres moyens sont plus adaptés, tel le développement du vote par Internet ou du vote par correspondance, qui permettraient aux véritables investisseurs d'exprimer leur voix<sup>1597</sup>.

## **B- La sollicitation de mandats**

**275. –** Le vote par procuration revêt un visage particulier lorsque le mandat est conféré par l'associé à une personne qui le sollicite. La pratique concerne les sociétés anonymes, et plus spécifiquement les sociétés cotées.

La sollicitation exercée par l'émetteur est encadrée depuis longtemps par le droit français, même si le terme n'est pas employé. L'envoi d'une formule de procuration aux actionnaires doit être en effet accompagné d'un certain nombre de documents détaillés par l'article R. 225-81 du Code de commerce et destinés à assurer une information adéquate du destinataire. Il est également prévu que les mandats en blanc envoyés à la société sont exercés dans le sens des

---

<sup>1593</sup> V. *supra* n° 162 et s.

<sup>1594</sup> Groupe de travail présidé par J. WINTER, *rapp. préc.* : «*The heart of the problem of the uncertainty as to who is entitled to vote flows from the fact that the person or entity that has the legal entitlement to vote according to national company laws generally is not the person or entity with the economic interest in the shares*».

<sup>1595</sup> En ce sens, Groupe de travail présidé par J. WINTER, *préc.*, p. 19 et s. V. sur cette question *infra* n° 506.

<sup>1596</sup> V. *infra* n° 493 et s.

<sup>1597</sup> V. *infra* n° 499 et s.

projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire et contre les autres projets de résolution<sup>1598</sup>.

Les sollicitations dissidentes, émanant d'actionnaires minoritaires ou de tiers à la société, n'ont quant à elles été encadrées que récemment<sup>1599</sup>. Les mandats pouvant être conférés jusqu'alors à tout actionnaire ou à son conjoint<sup>1600</sup>, les sollicitations exercées par les actionnaires minoritaires n'étaient pas interdites. Mais elles demeuraient non réglementées. Cette pratique était quoi qu'il en soit quasi-inexistante en France<sup>1601</sup>. L'adoption d'une réglementation spécifique paraît ainsi de nature à encourager une pratique pour l'instant inusitée. Dans d'autres États, essentiellement les pays de *Common law*<sup>1602</sup>, la pratique est au contraire répandue et réglementée depuis longtemps. C'est certainement aux États-Unis qu'elle est la plus développée.

L'étude de la réglementation américaine (1) apportera un éclairage intéressant pour l'analyse des dispositions nouvelles (2).

## 1. Les sollicitations de mandats en droit américain

**276. – Présentation.** La réglementation américaine de l'appel public à mandat est complexe puisque plusieurs sources doivent être combinées. Aux dispositions fédérales, s'ajoutent le droit fédéré – celui-ci réglementant essentiellement le mandat de vote et non spécifiquement les sollicitations –, et la réglementation édictée par les entreprises de marché, qui ont une marge de manœuvre beaucoup plus importante qu'en France. Nous nous contenterons d'examiner le droit fédéral qui contient l'essentiel du corps de règles applicable aux sollicitations de mandats, les « *proxy solicitations* ».

---

<sup>1598</sup> Art. L. 225-106 C. com.

<sup>1599</sup> Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. V. P. LE CANNU et B. DONDERO, « Les droits des actionnaires des sociétés cotées », *RTD com.* 2011, p. 124 ; H. LE NABASQUE, « Droits des actionnaires des sociétés cotées », *Rev. dr. banc. fin.* 2011, n° 1, p. 83 ; R. MORTIER, « Réforme des droits des actionnaires », *Dr. sociétés* 2011, n° 3, comm. 56 ; A. OMAGGIO, « Transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP éd. E* 2011, n° 4, p. 17 ; M. STORCK, « Note sous Ordonnance numéro 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Banque et Droit* 2011, n° 145, p. 57 ; Y. TCHOTOURIAN, « La "bonne nouvelle" de l'adoption de la directive sur les droits des actionnaires », *D.* 2007, p. 1716.

<sup>1600</sup> Ancien art. L. 225-106 C. com.

<sup>1601</sup> V. *infra* n° 287.

<sup>1602</sup> La pratique a toutefois franchi les frontières d'autres pays. La sollicitation de mandats a par exemple été réglementée en Belgique en 1991.

Le droit fédéral n'a vocation qu'à protéger les investisseurs et non à déterminer des règles substantielles relatives au droit de vote<sup>1603</sup>, celles-ci relevant de la compétence des États fédérés. La question est donc logiquement envisagée sous l'angle de la transparence<sup>1604</sup>. La réglementation fédérale est contenue dans le *Securities Exchange Act of 1934*<sup>1605</sup>. En application de ce texte, des dispositions réglementaires ont été adoptées par la *Securities and Exchange Commission*, regroupées dans le *Code of Federal Regulations*<sup>1606</sup>.

Les objectifs sous-tendant cette réglementation ont évolué. À l'origine, l'intervention en la matière a été rendue nécessaire par les abus de certains dirigeants, qui sollicitaient des procurations de leurs actionnaires sans aucunement indiquer les sujets à l'ordre du jour<sup>1607</sup>. Les dispositions adoptées visaient alors à imposer une présentation claire des propositions soumises au vote par la direction et à réprimer la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Parallèlement, elles ont facilité les sollicitations de mandats des actionnaires minoritaires et garanti leur transparence. Depuis, les dispositions relatives aux procurations ont été modifiées à plusieurs reprises afin, essentiellement, de favoriser l'expression des minoritaires et le lancement d'appels publics à mandat par ceux-ci. La réglementation ainsi adoptée est complexe, en ce qu'elle est extrêmement précise et détaillée – même la taille et le type de police employés dans la formule de procuration sont encadrés –, en ce que les principes adoptés sont le plus souvent accompagnés d'exceptions multiples et en ce que les règles spécifiques aux sollicitations doivent être conjuguées avec des dispositions spéciales propres à certaines opérations ou certaines institutions. Sans décrire en détail cette réglementation foisonnante applicable aux sociétés cotées et aux sociétés d'une certaine importance<sup>1608</sup>, on peut en esquisser les traits les plus significatifs.

---

<sup>1603</sup> V. en ce sens, invalidant des dispositions encadrant le droit de vote plural adoptées par la SEC : *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (2d Cir. 1990). V. égal. S. M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, Foundation Press, 2<sup>nd</sup> ed., 2009, spéc. p. 233. V. égal. sur la place du droit boursier dans le perfectionnement du régime juridique des sociétés et le rôle des autorités boursières : H. SYNDET, *L'organisation juridique du groupe international de sociétés*, *th. préc.*, 1979, n° 452.

<sup>1604</sup> V. L. LOSS, J. SELIGMAN et T. PAREDES, *Securities regulation*, Wolters Kluwer, 4<sup>ème</sup> éd., 2001, vol. 4, p. 424. V. égal. T. L. HAZEN, *Treatise on the law of securities regulation*, 6<sup>th</sup> ed., West, 2009, vol. 3, §10.0

<sup>1605</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, Section 14.

<sup>1606</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-1 et s.

<sup>1607</sup> V. L. LOSS, J. SELIGMAN et T. PAREDES, *préc.*, p. 407. V. égal. au Royaume-Uni : *ReDorman Long & Co Ltd*, 1934, Ch. 635, Chancery Division : « *It is perhaps not unfair to say that in nearly every big case not more than 5 per cent of the interests involved are present in person at the meeting. It is for that reason that the court takes the view that it is essential to see that the explanatory circulars sent out by the board of the company are perfectly fair and, as far as possible, give all information reasonably necessary to enable the recipients to determine how to vote.* » (Trad. libre : « Il ne semble pas inexact d'affirmer que dans la plupart des cas significatifs, n'assiste en personne à l'assemblée générale que l'équivalent de 5% du capital. C'est pour cela que la cour soutient qu'il est essentiel que les documents explicatifs envoyés par la direction soient parfaitement exacts et qu'ils donnent, autant que faire se peut, à leur destinataire tous les éléments raisonnablement nécessaires à l'exercice d'un vote éclairé. »).

<sup>1608</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-2.

Une fois définie la notion de sollicitation de mandats en droit américain, nous décrirons les obligations d'information pesant sur les solliciteurs. Ces obligations générales sont complétées par des règles spéciales destinées à faciliter les sollicitations émanant d'actionnaires minoritaires. Nous exposerons ensuite les sanctions encourues en cas de non-respect de ce dispositif. Ce corpus de règles doit par ailleurs être combiné aux dispositions régissant d'autres domaines du droit financier et qui peuvent trouver à jouer dans le cadre d'un appel public à mandat. Une fois exposé le droit applicable aux sollicitations, nous examinerons quelle en est la pratique effective.

**277. – Notion de sollicitation de mandats.** La notion de sollicitation de mandats est entendue de manière large par le droit américain, comme toute demande de mandats – qu'elle soit ou non accompagnée d'une formule de procuration –, comme toute demande de signer, de ne pas signer ou de révoquer un mandat, ou encore comme la remise d'une formule de procuration ou de tout autre instrument de communication adressé aux actionnaires, dans des circonstances qui permettent raisonnablement de penser qu'un mandat sera obtenu, qu'il ne sera pas donné à un tiers ou qu'il sera révoqué<sup>1609</sup>. La jurisprudence a interprété cette disposition largement, contribuant à étendre le champ de la notion de sollicitation. À titre d'exemple, des publicités critiquant la direction d'une société, diffusées dans des journaux et dans des émissions radiophoniques et non adressées directement aux actionnaires, ont pu être qualifiées de sollicitation en ce qu'on pouvait s'attendre à ce qu'elles influencent le vote d'un « actionnaire raisonnable »<sup>1610</sup>. De même, a été qualifiée de sollicitation une lettre d'information d'une société conseillant à ses actionnaires de ne pas exprimer leur vote avant d'avoir reçu les formulaires de procuration envoyés par la direction en place<sup>1611</sup>. Plus généralement, la jurisprudence a inclus dans cette notion tout élément préparatoire d'un plan tendant à une sollicitation de mandats proprement dite<sup>1612</sup>.

Une telle acception dissuadait cependant toute communication entre actionnaires. La notion a donc été précisée<sup>1613</sup> en 1992 et des exemptions ont été prévues<sup>1614</sup> afin de faciliter les échanges d'informations, essentiellement entre investisseurs institutionnels<sup>1615</sup>, et, plus largement,

---

<sup>1609</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-1 (l): « *The terms "solicit" and "solicitation" include: (i) Any request for a proxy whether or not accompanied by or included in a form of proxy; (ii) Any request to execute or not to execute, or to revoke, a proxy; or (iii) The furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy* ». V. égal. pour une traduction : A. REMY-GOUTARD, « L'impact de la réforme du 16 octobre 1992 sur la participation des actionnaires au gouvernement des sociétés américaines cotées », *RIDC* 4-1997, p. 845, spéc., p. 847.

<sup>1610</sup> *V. Long Island Lighting Co. v. Barbash*, 779 F.2d 793 (2d Cir. 1985).

<sup>1611</sup> *Krauth v. Executive Telecard, Ltd*, 870 F.Supp. 543 S.D.N.Y., 1994.

<sup>1612</sup> *V. SEC v. Okin*, 132 F.2d 784 (2 Cir.1943).

<sup>1613</sup> *V. 17, Code of Federal Regulations*, 240, 14a-1 (l) (2).

<sup>1614</sup> *V. 17, Code of Federal Regulations*, 240, 14a-2.

<sup>1615</sup> *V. T. L. HAZEN, préc.*, §10.2.

afin de favoriser la participation des actionnaires minoritaires à la gestion des affaires sociales et ainsi d'améliorer le gouvernement d'entreprise<sup>1616</sup>. Sans décrire l'ensemble de la réglementation, très détaillée, on peut évoquer la possibilité pour une personne, autre que l'émetteur, de procéder librement à une sollicitation, lorsque le nombre de personnes sollicitées ne dépasse pas dix<sup>1617</sup>. Il a encore été précisé qu'il peut être procédé librement à des communications dans un objectif autre que la recherche de mandats<sup>1618</sup>.

**278. – Obligations de transparence – Procédure.** Un certain nombre d'obligations est mis à la charge de ceux procédant à une sollicitation non exemptée, qu'ils soient émetteurs, actionnaires ou tiers à la société. Trois types de documents, soumis à un régime différent, doivent être distingués. D'abord, le solliciteur doit rédiger une déclaration de sollicitation de mandats, appelée « *proxy statement* ». Ensuite, il établira généralement mais non nécessairement une formule de procuration qu'il enverra aux actionnaires, appelée « *proxy form* ». Enfin, il peut recourir à d'autres outils de communication, écrits ou oraux, des publicités notamment, désignés sous le terme générique de « *other soliciting materials* ».

Il est fait obligation au solliciteur de fournir un *proxy statement* aux actionnaires qu'il sollicite, simultanément ou antérieurement à la sollicitation elle-même<sup>1619</sup>. Cela signifie que les communications entrant dans la catégorie « *other soliciting materials* » ou la remise d'une formule de procuration doivent nécessairement être accompagnées ou précédées de ce document. Parallèlement, il est fait obligation au solliciteur de fournir à la SEC plusieurs exemplaires d'un *proxy statement* « préliminaire », au moins dix jours avant la remise du document définitif aux actionnaires<sup>1620</sup>. Pendant ce délai, la Commission procédera à la vérification de son contenu. Au plus tard lors de la remise aux actionnaires de la déclaration, le solliciteur devra envoyer à la SEC le *proxy statement* « définitif »<sup>1621</sup>. De la même manière, une formule de procuration « préliminaire » doit être envoyée à la SEC dix jours avant que celle-ci ne soit remise aux actionnaires. Sa version définitive devra être communiquée à la SEC au plus tard le jour où elle est fournie aux actionnaires<sup>1622</sup>. Quant aux autres documents de sollicitation, l'obligation de dépôt préalable à la SEC a été supprimée en 1992, dans l'objectif de faciliter l'expression des actionnaires

---

<sup>1616</sup> V. Une réforme a été adoptée en 1992, et complétée en 2007 par des dispositions relatives aux forums d'actionnaires sur Internet et aux groupes de discussion. V. A. REMY-GOUTARD, *art. préc.*

<sup>1617</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-2 (b) (2).

<sup>1618</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-2 (b) (1).

<sup>1619</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-3.

<sup>1620</sup> Le délai peut être abrégé, à certaines conditions, par la SEC, sur demande. 240, *Code of Federal Regulations*, 17, 14a-6 (a).

<sup>1621</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-6 (b).

<sup>1622</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-6.

minoritaires, notamment des investisseurs institutionnels. Ils doivent désormais être remis à la SEC au plus tard le jour où ils le sont aux actionnaires<sup>1623</sup>.

Ces règles connaissent cependant un certain nombre d'exceptions. Ainsi, le solliciteur est dispensé de l'obligation de déposer à la SEC un *proxy statement* préliminaire de manière anticipée, lorsque la sollicitation concerne une assemblée générale et que cette assemblée ne porte que sur des questions ordinaires, limitativement définies<sup>1624</sup>. Il existe également certaines exceptions à l'obligation de communiquer aux actionnaires un *proxy statement* simultanément à toutes sollicitations<sup>1625</sup>, celles-ci permettant essentiellement à la direction de l'émetteur de réagir rapidement en cas d'annonce d'un projet de prise de contrôle par un tiers.

En dernier lieu, il faut noter que les communications faites aux actionnaires doivent maintenant être publiées sur le site Internet du solliciteur, la publication étant encadrée<sup>1626</sup>. Par ailleurs, tous ces documents, lorsqu'ils n'émanent pas de la direction en place, n'ont pas à être communiqués à la société. Enfin, lorsque la sollicitation émane de l'émetteur et qu'elle concerne une assemblée générale annuelle portant sur l'élection des dirigeants, une obligation supplémentaire est sa charge : celle de fournir un rapport annuel aux actionnaires<sup>1627</sup> au plus tard au moment de la remise du *proxy statement*.

**279. – Obligations de transparence – Contenu.** Le contenu et la forme de la déclaration et de la formule de procuration sont extrêmement réglementés.

Le formulaire de déclaration, *proxy statement*, doit présenter de manière détaillée chaque point qui sera soumis au vote. Chaque question doit être identifiée et traitée distinctement. Cette exigence vise à prévenir qu'un regroupement de questions diverses puisse avoir un effet trompeur et influencer indûment les actionnaires. Pour chacune, tous les faits et explications nécessaires à son appréhension par l'actionnaire doivent être indiqués. Une disposition du *Code of Federal Regulations* prévoit expressément les informations qui doivent être dévoilées dans certains cas : nomination et rémunération de dirigeants, élection des commissaires aux comptes... Lorsque d'autres questions que celles-ci sont soumises au vote, il est énoncé que chacune doit être abordée dans le même degré de détail que celui requis par le Code pour les questions dont il

---

<sup>1623</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-6 (b).

<sup>1624</sup> 240, *Code of Federal Regulations*, 17, 14a-6 (a). Il s'agit notamment de la nomination des directeurs et de l'élection des commissaires aux comptes.

<sup>1625</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-12.

<sup>1626</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-16. V. J.-N. GORDON, « Proxy Contests In An Era Of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access And Focus On E-Proxy », *Vand. L. Rev.* (61), mars 2008, 475.

<sup>1627</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-3 (b).

traite<sup>1628</sup>. Au-delà du contenu des questions soumises au vote, doivent y figurer un certain nombre d'informations, notamment le nom des sollicitateurs, l'indication du caractère révocable ou non du mandat – le droit des États prévoyant généralement sa révocabilité – et la personne supportant le coût de la sollicitation. Doivent également être dévoilés les intérêts substantiels<sup>1629</sup> d'un certain nombre de personnes à l'adoption ou au rejet des résolutions soumises au vote : il en est ainsi des dirigeants de l'émetteur (lorsque la sollicitation émane d'eux), des candidats à la direction, de ceux que le Code qualifie de « participants » et de leurs « associés ». Les participants incluent toutes les personnes intéressées à la sollicitation, notamment celles qui l'organisent et celles qui la financent<sup>1630</sup>. Le terme « associé » désigne les personnes liées à l'intéressé, notamment les sociétés dont il est associé ou dirigeant ou dont il détient directement ou indirectement au moins 10 % du capital, ainsi que son conjoint et ses proches<sup>1631</sup>.

La formule de procuration fait également l'objet d'un encadrement minutieux. Ainsi, il doit être indiqué notamment de qui émane la sollicitation<sup>1632</sup>. Surtout, chacune des résolutions inscrites à l'ordre du jour doit être présentée distinctement : lier plusieurs résolutions est là encore interdit. Pour chacune, l'actionnaire doit avoir le choix de l'approuver, de la désapprouver ou de s'abstenir. Lorsqu'aucun choix n'a été fait, il ne peut être considéré que le mandat est conféré en blanc au sollicitateur qu'à une condition : celui-ci doit indiquer, en caractère gras, ses intentions de vote si une telle hypothèse se présente<sup>1633</sup>. Le mandat donné n'est donc pas par principe un mandat en blanc. En ce qui concerne l'élection des dirigeants, l'actionnaire doit avoir la possibilité de rayer les noms qu'il souhaite au sein de la liste proposée par le sollicitateur ou de s'opposer à la liste proposée dans sa globalité. Enfin, le mandataire peut demander un pouvoir en blanc sur certaines questions qui n'y sont pas mentionnées<sup>1634</sup>, essentiellement pour le cas où l'ordre du jour serait complété postérieurement à la remise de la formule de procuration. Pour autant, cette possibilité est limitée ; certaines questions en sont exclues. Notamment, le mandant ne peut voter pour aucun candidat, à quelque poste que ce soit, si le nom de ce candidat n'a pas été mentionné dans le *proxy statement*<sup>1635</sup>.

---

<sup>1628</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-101 (Schedule 14A), item 20.

<sup>1629</sup> La notion d'intérêt est entendue au sens large. La détention d'actions n'en est qu'une hypothèse.

<sup>1630</sup> Pour plus de précisions, V. 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-101 (Schedule 14A), instruction 3 to item 4.

<sup>1631</sup> Pour plus de précisions, V. 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-1.

<sup>1632</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-4 (a).

<sup>1633</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-4 (b) (1).

<sup>1634</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-4 (c).

<sup>1635</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-4 (d).

Quant aux autres instruments de sollicitations, leur contenu n'est évidemment pas réglementé. Ils ne doivent néanmoins pas comporter d'informations fausses ou trompeuses, tout comme d'ailleurs le *proxy statement* et la formule de procuration<sup>1636</sup>.

**280. – Autres mesures en faveur des actionnaires minoritaires.** Afin de favoriser la « démocratie actionnariale » et parce qu'il est coûteux et complexe pour un actionnaire non dirigeant de mettre en œuvre une sollicitation de mandats, un certain nombre de règles complémentaires au corpus décrit précédemment ont été édictées, essentiellement sous la forme d'obligations mises à la charge de la société.

Ainsi, un actionnaire procédant à une sollicitation de mandats peut obtenir de l'émetteur certaines informations. Il peut d'abord lui demander de lui communiquer une évaluation du nombre d'actionnaires de la société et le type d'actions possédé par chacun. Il peut ensuite obtenir de lui une estimation du coût d'envoi des documents de procuration. Enfin, il peut exiger, au choix de l'émetteur, soit que ce dernier lui procure la liste des actionnaires, soit qu'il se charge de l'envoi des documents de procuration contre remboursement des dépenses effectuées pour ce faire<sup>1637</sup>. Sans cela, toute sollicitation serait extrêmement complexe pour un actionnaire minoritaire. De manière prévisible, c'est généralement la seconde possibilité qui est retenue par l'émetteur, ce qui limite le champ et l'efficacité<sup>1638</sup> de l'action du sollicitateur.

De même, il a été permis aux actionnaires d'obliger la direction à faire figurer une proposition de résolution sur son *proxy statement*, et sur sa formule de procuration le cas échéant, ce qui est désigné sous le terme de « *shareholder proposals* ». Le champ de cette disposition est toutefois peu étendu, car sa mise en œuvre est soumise à des conditions multiples. Notamment, seul un actionnaire détenant 1% du capital ou 2000 dollars d'actions depuis au moins un an, actions disposant d'un droit de vote, se voit reconnaître une telle possibilité<sup>1639</sup>. Chaque actionnaire ne peut faire qu'une seule proposition<sup>1640</sup>. Encore, seules les propositions d'une certaine importance sont acceptables<sup>1641</sup>. Surtout, un actionnaire ne peut effectuer une proposition qui irait à

---

<sup>1636</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-9.

<sup>1637</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-7. Il faut noter que le droit étatique permet parfois aux actionnaires d'avoir accès à la liste d'actionnaires. V. par ex. dans l'État du Delaware : Delaware Code Tit. 8, 220, (b). V. égal. Model Business Corporation Act 16.02 (c).

<sup>1638</sup> Notamment, cela oblige le sollicitateur à dévoiler ses propositions à la direction qui pourra réagir promptement en adaptant sa propre documentation.

<sup>1639</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-8 (b).

<sup>1640</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-8 (c).

<sup>1641</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-8 (i) (5). L'importance est évaluée à l'aune du chiffre d'affaires de la société ou de ses actifs.



l'encontre de celles de la direction<sup>1642</sup>. L'interdiction s'explique en ce que la proposition est déjà soumise aux actionnaires : il leur revient de voter contre, s'ils le souhaitent<sup>1643</sup>. L'intérêt de la disposition est donc limité<sup>1644</sup>. Elle constitue néanmoins pour la direction de la société, une incitation à la négociation avec les minoritaires<sup>1645</sup>.

De plus, pendant longtemps, les actionnaires ne pouvaient obliger la direction à intégrer dans ses documents de sollicitation, une résolution ayant trait à l'élection des directeurs<sup>1646</sup>. La seule voie ouverte pour proposer le nom de candidats aux élections était donc une sollicitation individuelle. Mais les actionnaires minoritaires n'ont pas toujours, en pratique, la possibilité de présenter une liste complète de candidats<sup>1647</sup>. Le droit fédéral s'est alors efforcé de faciliter les propositions de nomination de dirigeants en les autorisant à présenter une liste incomplète de candidats tout en affirmant qu'ils voteront, pour les sièges restants, pour des candidats de la direction<sup>1648</sup>. La législation sur les *shareholders proposals* a en outre été assouplie<sup>1649</sup>. Le champ de l'exclusion relative aux élections de dirigeants a été restreint afin de donner la possibilité aux minoritaires de proposer des résolutions tendant à inclure dans les statuts de la société une procédure permettant aux actionnaires de proposer des candidats<sup>1650</sup>. Par ailleurs, une autre procédure avait été créée afin que les minoritaires puissent obliger la direction à inclure des candidats dans son matériel de sollicitation<sup>1651</sup> (sans qu'aucune disposition statutaire ne soit nécessaire pour cela). Cette disposition a toutefois été annulée par la *Court of Appeals for the District of Columbia Circuit*<sup>1652</sup> au motif que la SEC avait mal évalué ses conséquences économiques.

---

<sup>1642</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-8 (i) (9).

<sup>1643</sup> V. T. L. HAZEN, *préc.*, §10.2[8][10].

<sup>1644</sup> V. A. REMY-GOUTARD, *art. préc.*

<sup>1645</sup> V. T. L. HAZEN, *préc.*, §10.2[8][1][A][1].

<sup>1646</sup> Ancien article 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-8 (i) (8).

<sup>1647</sup> Pour une description des difficultés rencontrées par les actionnaires minoritaires pour établir une liste de candidats, V. A. REMY-GOUTARD, *art. préc.*

<sup>1648</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-4 (d) (4).

<sup>1649</sup> V. Federal Register, Securities and Exchange Commission, *Facilitating Shareholder Director Nominations ; Final Rule*, Septembre 16, 2010, disponible sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov). V. L. BEBCHUK, « The SEC's Proxy Access Proposal », *WSJ* 27 mai 2009. V. égal. J.-W. VERRET, « Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defenses In The Era Of Dodd-Frank », 36 *J. Corp. L.* winter 2011, 39.

<sup>1650</sup> Nouvel article 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-8 (i) (8) (Amendement 75 FR 56782, Sept. 16, 2010).

<sup>1651</sup> Nouvel article 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-11 (Amendement 75 FR 56782, Sept. 16, 2010). La procédure était plus stricte que celle des traditionnels *shareholders proposals* décrite ci-dessus. Elle était réservée à un actionnaire ou à un groupe d'actionnaires détenant plus de 3 % des droits de vote depuis au moins 3 ans. Le seuil de 3 % était calculé avec plus de rigueur que le seuil de 1 % nécessaire aux *shareholders proposals*. Ainsi, les actions dont le risque était couvert étaient exclues du décompte. Inversement, les actions prêtées y étaient incluses<sup>1651</sup>. Il était encore précisé que la nomination ne devait pas conduire à un changement de contrôle. Par ailleurs, ne pouvait être proposé qu'un candidat ou qu'un nombre de candidats inférieur à 25 % du nombre de directeurs.

<sup>1652</sup> United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, *Business Roundtable and Chamber of Commerce of the United States of America v. SEC*, n° 10-1305, 22 Juil. 2011.

En conclusion, la réglementation des *proxy solicitations* tend aujourd'hui à favoriser l'expression des actionnaires minoritaires dont le mandat est le principal moyen<sup>1653</sup>, dans un système intermédié où il est rare que les actionnaires se rendent en assemblée. Notons que l'obstacle majeur aux sollicitations demeure leur coût. C'est pourquoi la question s'est posée de savoir si la société peut supporter la charge du coût de la campagne de sollicitation. Les juges l'ont généralement accepté à deux conditions : les sollicitations ne doivent pas avoir été faites dans le seul intérêt des sollicitateurs mais avoir trait à la gestion sociale, et les dépenses doivent être raisonnables. En pratique, la quasi-totalité des appels à mandat émanant de la direction en place est remboursée, les questions abordées étant toujours en rapport avec la politique sociale. En revanche, les sollicitations dissidentes ne le sont, de fait, que si les sollicitateurs parviennent à prendre le contrôle des instances décisionnaires. Il en découle que même si le sollicitateur sort vainqueur de l'opération, il ne parviendra pas nécessairement à se faire dédommager des dépenses réalisées. L'enjeu d'une sollicitation ne réside, en effet, pas nécessairement dans le changement des dirigeants<sup>1654</sup>.

**281. – Sanctions.** Le non-respect des dispositions relatives aux sollicitations n'est pas spécifiquement traité par la loi. La SEC ne se voit reconnaître aucun pouvoir spécial en vue de sanctionner une violation des règles de sollicitation, mais elle peut utiliser des pouvoirs qui lui sont reconnus à d'autres fins, telle la possibilité de lancer une procédure disciplinaire à l'encontre de prestataires de services d'investissement qui ne respecteraient pas leurs obligations. Elle peut encore obliger un émetteur à se retirer de la cote<sup>1655</sup>, encore que cette possibilité soit peu adaptée. Surtout, elle peut publier le résultat de ses investigations et détient un pouvoir général d'injonction<sup>1656</sup>. Elle peut encore prononcer une sanction pécuniaire<sup>1657</sup> ou saisir le procureur pour que des poursuites pénales soient engagées<sup>1658</sup>.

Les sanctions prononcées en cas de non-respect des dispositions relatives aux sollicitations relèvent en réalité essentiellement de la Common law et de l'équité<sup>1659</sup>. Un actionnaire peut ainsi agir contre le sollicitateur qui aurait manqué à ses obligations afin d'obtenir des dommages et intérêts, sur le fondement de la *Common law*. Sur le fondement de l'équité, les juges ont une grande

---

<sup>1653</sup> R. S. KARMEL, *art. préc.*, spéc. p. 104.

<sup>1654</sup> V. sur ce sujet, L. A. BEBCHUK et M. KAHAN, « A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests », *Cal. L. Rev.*, Vol. 78, 1071-1136, 1990. V. égal. L. LOSS, J. SELIGMAN et T. PAREDES, *ouvr. préc.*, p. 409.

<sup>1655</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, Section 12 (j).

<sup>1656</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, Section 15 (c)(4).

<sup>1657</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, Section 21.

<sup>1658</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, Section 32 (a). Les sanctions prononcées peuvent atteindre 5 000 000 dollars et une peine d'emprisonnement de 20 ans pour une personne physique, ou 25 000 000 dollars pour une personne morale. La violation doit être délibérée.

<sup>1659</sup> V. L. LOSS, J. SELIGMAN et T. PAREDES, *préc.*, p. 686.

liberté : ils peuvent interdire des sollicitations violant les dispositions légales ou réglementaires, refuser l'utilisation des procurations obtenues illégalement, ajourner l'assemblée et imposer une nouvelle sollicitation, interdire la réalisation d'une opération résultant d'une résolution adoptée avec des procurations obtenues illégalement, voire annuler une telle opération<sup>1660</sup>. L'annulation de l'assemblée et des opérations réalisées sur la base des résolutions qui y ont été adoptées n'est donc pas automatique. Les juges trancheront en équité, en tenant compte notamment de l'impact qu'une annulation pourrait produire et de l'importance du manquement. Ces sanctions valent également pour les informations fausses ou trompeuses données dans les documents de sollicitation<sup>1661</sup>.

**282. – Autres règles applicables aux sollicitations.** Le corps de règles encadrant les *proxy solicitations* doit être combiné avec les dispositions qui régissent d'autres domaines du droit financier et qui viennent s'y ajouter. Il en est notamment ainsi de la réglementation des organismes de placement collectif et de celles relatives aux franchissements de seuils.

Depuis 2003, la SEC fait peser sur les organismes de placement collectif des obligations relatives à l'exercice des droits de vote attachés aux actions qu'ils détiennent pour le compte des investisseurs. Il leur est d'abord fait obligation d'indiquer leur politique de vote dans les documents qu'ils doivent publier à l'occasion de leur enregistrement auprès de la SEC<sup>1662</sup>. Ils doivent en outre indiquer dans les rapports émis à destination des investisseurs que la politique de vote peut leur être communiquée à leur demande et gratuitement. Ces obligations valent également lorsqu'ils recourent à un conseil en vote. Ils doivent ensuite publier chaque année un rapport indiquant le sens dans lequel ils ont exercé leur vote à l'occasion des assemblées d'actionnaires, en résumant brièvement les questions soumises au vote<sup>1663</sup>. L'organisme de placement collectif qui se livrerait à une sollicitation devrait donc appliquer cumulativement les corps de règles.

Par ailleurs, la législation fédérale fait obligation à tout actionnaire ou tout « groupe » d'actionnaires de déclarer certains franchissements de seuils, directs ou indirects, d'une catégorie d'actions dotées du droit de vote d'une société<sup>1664</sup>. Le texte fait plus précisément référence à la notion de « *beneficial owner* » qui désigne la personne qui détient le pouvoir de voter ou celui de décider du sens dans lequel le droit de vote sera exercé, comme celle qui a le pouvoir de disposer

---

<sup>1660</sup> V. *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375, 90 S.Ct. 616 U.S. Ill. 1970.

<sup>1661</sup> Une disposition vise spécifiquement cette hypothèse : 240, *Code of Federal Regulations*, 17, 14a-9.

<sup>1662</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 239, Section 11 ; Item 17(f) of Form N-1A, Item 18.16 of Form N-2, Item 20(n) of Form N-3, disponibles sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>1663</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 270, 30b1-4.

<sup>1664</sup> Le premier seuil est à 5 %. 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 13d-1 et s.

des titres ou celui de décider de leur disposition. Le solliciteur ayant le pouvoir d'exercer le droit de vote lorsqu'un mandat lui est confié, l'on serait tenté de penser qu'il est le *beneficial owner* des droits de vote reçus en procuration, qu'il doit ainsi agréger aux siens pour le calcul de sa participation. En réalité, le terme *beneficial ownership* tend plutôt à désigner ceux qui, au vu de la complexité de la chaîne de détention, n'ont pas la *legal ownership* mais sont les véritables investisseurs. Aussi la SEC a-t-elle précisé qu'il n'existait pas de présomption que le solliciteur ait le *beneficial ownership* des actions pour lesquelles mandat lui avait été donné<sup>1665</sup>. En outre, le groupe d'actionnaires – proche de la notion française de concert – est défini comme deux ou plusieurs personnes, ayant par ailleurs la qualité de *beneficial owners*<sup>1666</sup>, qui conviennent d'agir ensemble dans l'objectif d'acquérir, de conserver, de céder les actions d'un émetteur ou d'exercer les droits de vote qui y sont attachés<sup>1667</sup>. Les actions détenues doivent alors être agrégées pour le calcul du seuil. Cela engage à se demander si le mandataire et ses mandants peuvent être qualifiés de « groupe ». Là encore, la SEC a précisé que celui qui est un destinataire passif de sollicitations et qui donne procuration ne peut être présumé agir en « groupe » avec le solliciteur<sup>1668</sup>.

**283. – La pratique des sollicitations et des batailles de procurations.** La sollicitation de mandats aux États-Unis ne doit pas être cantonnée aux batailles de procurations. Elle émane, en effet, le plus souvent de la direction en place, sans qu'aucune campagne adverse ne soit menée. Sa réglementation a d'ailleurs été édictée en réaction aux pratiques des dirigeants ; la volonté de favoriser l'expression des actionnaires minoritaires n'a été, historiquement, que secondaire<sup>1669</sup>. Si l'on examine plus spécifiquement la pratique des sollicitations dissidentes, on se rend compte qu'elles constituent une alternative à une offre publique<sup>1670</sup>. Comme elles, elles permettent de prendre le contrôle d'une société, ou du moins de bouleverser l'équilibre des pouvoirs en son sein et d'influer sur la gestion sociale. Et elles sont avantageuses car elles permettent de conquérir le pouvoir à bas coût. Il est d'ailleurs fréquent qu'offre publique et sollicitation soient lancées simultanément<sup>1671</sup>. Une bataille de procurations est toutefois une solution moins drastique qu'une

---

<sup>1665</sup> Securities and Exchange Commission, 17 *CFR Part 240 – Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements*, Release n° 34-39538, File n° S7-16-96, International Series – 1111, RIN 3235-AG81, 16 Janv. 1998, disponible sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>1666</sup> V. en ce sens *Rosenberg v. XM Ventures*, 274, F.3d 137, 147 (3d Cir.2001)

<sup>1667</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 270, 13d-5 (b). Sur l'interprétation de la disposition par la jurisprudence, v. T. L. HAZEN, *ouvr. préc.*, §11.2[2].

<sup>1668</sup> Securities and Exchange Commission, 17 *CFR Part 240 – Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements*, *préc.*

<sup>1669</sup> V. *supra* n° 276.

<sup>1670</sup> V. L. A. BEBCHUK et O. HART, « Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control », *Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 336*, disponible sur <http://papers.ssrn.com> ; H. G. MANNE, « Mergers and the Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy* (73), April 1965, p. 110 ; H. G. MANNE, « Some Theoretical Aspects of Share Voting – An Essay in Honor of Adol A. Berle », *Columbia Law Review* 1964, vol. 64, p. 1427.

<sup>1671</sup> V. notamment L. A. BEBCHUK et O. HART, « Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control », *art. préc.*

offre publique et est ainsi utilisée à des fins plus variées<sup>1672</sup>. L'observation de la pratique montre que par le lancement d'une bataille de procurations, les sollicitateurs poursuivent essentiellement trois objectifs : changer les dirigeants en place, favoriser une fusion ou contrer la création de défenses anti-OPA ou les supprimer<sup>1673</sup>.

Dans les faits, les batailles sont souvent engagées par d'anciens dirigeants ou des cadres de la société<sup>1674</sup>. De par leur coût, elles sont, quoi qu'il en soit, rarement le fait d'individus isolés mais plutôt d'investisseurs institutionnels. L'enjeu est de parvenir à convaincre les actionnaires que la gestion sociale est défectueuse et pourrait être améliorée par les propositions des sollicitateurs. Ceux-ci doivent néanmoins s'abstenir de communiquer des informations fausses ou trompeuses<sup>1675</sup>. Lorsque les contestataires parviennent à faire voter leurs propositions, il est fréquent que la bataille engendre un changement au sein de l'équipe dirigeante : même lorsque la sollicitation n'avait pas cet objectif, la réussite des contestataires se solde le plus souvent par des démissions<sup>1676</sup>. Par ailleurs, une bataille de sollicitations engendre toujours une augmentation temporaire du cours de bourse autour de la date de l'assemblée. Il ne faudrait toutefois pas en déduire qu'une bataille engendre nécessairement une création durable de valeur actionnariale. Elle ne fait que susciter une spéculation passagère et les titres se déprécieront généralement peu de temps après l'assemblée générale.

**284. – Conclusion.** Ainsi, la pratique américaine de la sollicitation, ancienne et développée, a permis aux autorités fédérales de se doter d'un corpus de règles efficace visant à assurer la transparence des appels publics à mandat et une information adéquate des actionnaires sollicités. Par ailleurs, cette réglementation a été conçue comme un outil d'encadrement des assemblées d'actionnaires et d'amélioration de la participation des actionnaires minoritaires<sup>1677</sup>, alors que ces questions ont parfois été longtemps laissées en friche par le droit des États. Les batailles de procurations demeurent, quoi qu'il en soit, des pratiques redoutées des émetteurs en ce qu'elles engendrent nécessairement un trouble de la vie sociale, et les auteurs américains restent partagés sur leur légitimité.

---

<sup>1672</sup> E. LODANO, « One man's junk mail is another man's treasure : proxy contests and corporate governance », *Conn. Pub. Int. L. J* 2004, p. 430.

<sup>1673</sup> L. A. BEBCHUK et M. KAHAN, « A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests », *art. préc.*

<sup>1674</sup> E. LODANO, *art. préc.*

<sup>1675</sup> 17, *Code of Federal Regulations*, 240, 14a-9(a).

<sup>1676</sup> E. LODANO, *art. préc.*

<sup>1677</sup> V. *infra* n° 286.

## 2. Les sollicitations de mandats en droit français

**285.** – La connaissance de cette réglementation éprouvée permet de porter un regard plus pertinent sur la réglementation française naissante. Après s'être intéressé à la genèse de la réglementation de la sollicitation de mandats en droit français (a), nous en examinerons le contenu (b).

### a. La genèse de la réglementation

**286.** – **Une genèse tardive.** La réglementation française des mandats sollicités par des tiers ou des actionnaires non dirigeants est récente. Il convient de s'interroger sur les raisons de cette adoption tardive, tandis que le droit américain appréhende ces pratiques depuis 1934.

Aux États-Unis, la genèse du système s'explique par le fait que les assemblées d'actionnaires sont traditionnellement peu encadrées. Notamment, l'ordre du jour n'a généralement pas à être indiqué dans l'avis de convocation, sauf si les statuts en disposent autrement<sup>1678</sup>. Il n'existe pas non plus de réglementation propre aux mandats donnés à la direction de la société, hormis les dispositions fédérales sur les sollicitations. L'absence d'encadrement avait donné lieu à des pratiques abusives. L'État fédéral est intervenu sous l'angle des sollicitations pour pallier l'absence d'intervention des États fédérés sur des questions substantielles. Le droit français est traditionnellement plus contraignant : mandats de vote, vote par correspondance, convocation aux assemblées, fixations de l'ordre du jour, communication d'informations en vue de l'assemblée, sont autant de thèmes traités depuis longtemps par le Code de commerce. Il n'existait donc pas de besoin similaire. En réalité, la réglementation française des sollicitations côté émetteur existe depuis longtemps. Seules les sollicitations dissidentes n'étaient pas encadrées, et ce sont celles-ci que les articles L. 225-106-2 et suivants du Code de commerce se proposent en réalité de régir. Sollicitations de l'émetteur et sollicitations dissidentes, sollicitations et batailles de procurations ne doivent pas être confondues.

La genèse d'une telle procédure aux États-Unis côté émetteur et l'absence d'une réglementation semblable en France jusqu'à récemment, s'expliquent également par l'architecture des procédés de détention d'actions aux États-Unis, et plus généralement dans les pays anglo-saxons, qui ne se retrouve pas dans les pays de droit civil. En effet, il est fréquent que le

---

<sup>1678</sup> Dans l'État du Delaware, par exemple, l'ordre du jour des assemblées ordinaires et extraordinaires n'a pas à être indiqué dans la convocation, sauf disposition contraire de statuts (Delaware Code, Titre 8, §229). Le *Model Business Corporation Act* exige, quant à lui, qu'il soit indiqué pour les assemblées extraordinaires (Model Business Corporation Act, 7.05 (b)).

« détenteur final » des titres soit mal identifié. Les actions sont généralement inscrites au nom d'un intermédiaire qui est réputé être propriétaire aux yeux de la société, mais qui détient pour le compte de l'investisseur final<sup>1679</sup>. La chaîne de détention inclut parfois plusieurs intermédiaires. En droit des sociétés, l'attribution du droit de vote est très libre et dépend du droit des États fédérés. Mais c'est en principe l'intermédiaire inscrit dans les registres de l'émetteur, *legal owner*, qui se voit reconnaître la qualité d'actionnaire et le droit de vote. Aux termes de la réglementation financière toutefois, celui qui est inscrit en compte ne peut pas toujours exercer le droit de vote librement<sup>1680</sup>. Et il est généralement prévu par la loi ou la convention des parties que l'intermédiaire confère procuration à l'investisseur final, *le beneficial owner*<sup>1681</sup>. Dans un tel système, le vote s'effectue donc quasi-exclusivement par mandat<sup>1682</sup>. On conçoit ainsi l'importance que revêt la réglementation du vote par procuration. L'identification des actionnaires par l'émetteur est au demeurant bien plus complexe qu'en France où l'actionnaire au nominatif est directement en lien avec l'émetteur, tandis que le propriétaire de titres au porteur est inscrit en compte chez un intermédiaire habilité lui-même en relation de compte directe avec le dépositaire central<sup>1683</sup>. On comprend donc, là encore, que cette situation confuse ait conduit les sociétés à tenter de mobiliser les actionnaires véritables par le recours à la pratique de l'appel public à mandat aux États-Unis. En France, le vote par procuration revêt une moindre importance. Le vote par correspondance s'offre aussi aux actionnaires qui ne peuvent être présents aux assemblées. L'accès à celles-ci paraît également plus aisé qu'aux États-Unis, où l'accès de l'investisseur final, qui ne se voit pas reconnaître la qualité d'actionnaire, est subordonné à l'accomplissement de certaines démarches. En France, les mêmes impératifs ne se sont donc pas faits sentir et la

---

<sup>1679</sup> V. *supra* n° 162 et s. V. égal. pour une description détaillée du système américain de détention des actions : M. KAHAN et E. ROCK, « The Hanging Chads of Corporate Voting », *Scholarship at Penn. Law, Paper 170*, disponible sur [http://lsrnelco.org/upenn\\_wps/170](http://lsrnelco.org/upenn_wps/170). V. *Uniform Commercial Code – Official texts and comments*, 2011 Edition, Thomson/West, « Prefatory note » to art. 8. V. égal. D. C. DONALD, « Heart of Darkness: the Problem at the Core of the U.S. Proxy System and its Solution », 6 *Va. L. & Bus. Rev.* 41.

<sup>1680</sup> Selon les règles du Nyse, l'intermédiaire inscrit doit faire parvenir à « l'investisseur final » les documents de procuration. Dans le cas où il ne recevait pas d'instructions de vote, l'intermédiaire pouvait auparavant exercer librement le droit de vote. Aujourd'hui, cette possibilité est limitée. Les règles du NYSE ont été récemment modifiées (*NYSE Rule 452* disponible sur <http://rules.nyse.com>). Elles prévoient encore cette possibilité pour les questions ordinaires. Le vote de résolutions importantes, comme l'élection des dirigeants, nécessite en revanche des instructions du détenteur final. V. M. KAHAN et E. ROCK, *art. préc.*

<sup>1681</sup> V. Del. Code Ann. Tit. 8 § 219(c) : « (c) *The stock ledger shall be the only evidence as to who are the stockholders entitled by this section to examine the list required by this section or to vote in person or by proxy at any meeting of stockholders.* » (Traduction libre : « Quant à la détermination des actionnaires dotés du droit d'examiner la liste citée dans cette section ou de voter par eux-mêmes ou par procuration à toute assemblée d'actionnaires, seul le registre des actionnaires fait foi ») ; Model Business Corporation Act §7.23 : « (a) *A corporation may establish a procedure by which the beneficial owner of shares that are registered in the name of a nominee is recognized by the corporation as the shareholder (...).* » (Traduction libre : « Une société peut établir une procédure permettant de tenir pour actionnaire l'investisseur final qui détient des actions inscrites au nom d'un intermédiaire. »). V. notamment J. C. WILCOX, J. J. PURCELL III, et H.-W. CHOI, « "Street Name" Registration & The Proxy Process », in *A Practical Guide to SEC Proxy and Compensation Rules*, par A. L. GOODMAN, J. F. OLSON et L. A. FONTENOT, 5<sup>ème</sup> éd., Aspen, 2007, chap. 11.

<sup>1682</sup> V. Securities and Exchange Commission, *Concept Release on the U.S. Proxy system ; Proposed Rule*, n° 34-62495, 22 juill. 2010.

<sup>1683</sup> V. H. SYNDET, « La propriété des valeurs mobilières en droit français », in *20 ans de dématérialisation des titres en France*, sous la direction de H. De Vauplane, Ed. Revue Banque, 2005, p. 37.

réglementation des mandats confiés à la direction ne s'est faite que par la précision des dispositions existantes relatives à la réunion des assemblées d'actionnaires.

Logiquement aux États-Unis, des minoritaires ont cherché à concurrencer les dirigeants en place dans cette pratique et la réglementation s'est étoffée afin de favoriser leur intervention. Une fois la pratique reconnue et encadrée côté émetteur, il a été considéré comme contraire aux principes du bon gouvernement d'entreprise de laisser les dirigeants disposer d'un tel outil leur permettant de conserver le pouvoir au sein de la société, sans en faire bénéficier les minoritaires. L'appel public à mandat permet en effet à la direction en place de se maintenir au pouvoir de manière aisée et d'échapper à tout risque de révocation ou de contestation. Afin d'éviter un « enracinement » des dirigeants, il était cohérent de donner aux minoritaires un accès au pouvoir en leur offrant un outil similaire. Celui-ci se devait cependant d'être adapté puisque les dirigeants demeurent dans une position de force du fait de la maîtrise de la convocation des assemblées et de l'ordre du jour et d'une meilleure connaissance de l'actionnariat. En France, la question ne s'est pas posée dans les mêmes termes, d'une part parce que le mandat n'y joue pas le même rôle qu'aux États-Unis, et d'autre part parce que la structure de l'actionnariat y diffère. Des critiques ont été formulées à l'encontre des mandats en blanc au XX<sup>ème</sup> siècle car ils confèreraient aux dirigeants de pleins pouvoirs<sup>1684</sup>. Mais l'appel public à mandat dissident n'a jamais été envisagé comme un moyen de protection des minoritaires et celle-ci a pris d'autres voies.

**287. – Une genèse récente.** Si longtemps la sollicitation de mandats n'a pas été mieux réglementée, c'est que le besoin ne s'en est pas fait ressentir. La réglementation du mandat de vote et des sollicitations émanant de l'émetteur étaient suffisantes pour garantir l'intégrité des pratiques. Quant aux minoritaires, ils pouvaient intervenir dans la vie sociale en utilisant un certain nombre de pouvoirs qui leur ont été reconnus, seuls ou en se groupant : introduction de points à l'ordre du jour, possibilité de poser des questions écrites, de consulter les documents sociaux, de demander une expertise de gestion... Ce n'est donc que récemment et progressivement que l'idée s'est fait jour de compléter la législation existante afin d'encadrer les sollicitations dissidentes.

---

<sup>1684</sup> A. TOULEMON, « L'avenir des sociétés anonymes », *RTD com.* 1957, p. 913 ; C. BERR, *ouvr. préc.*, n° 428 et 429 ; A. WAHL, « Des mandataires aux assemblées générales », *Journ. sociétés* 1905, p. 97, 145 et 193 ; P. VOIRIN, « Les pouvoirs permanents souscrits par les actionnaires à l'effet de se faire représenter aux assemblées générales », *DH* 1931, chron. p. 49 ; P. CORDONNIER, « L'usage des pouvoirs en blanc dans les sociétés », *Journ. soc.* 1934, p. 417 ; P. MUTIGON, *La représentation des actionnaires*, thèse Paris, 1962. V. égal. sur cette question L. MAZEAUD, « Rapport sur la souveraineté de fait dans les sociétés anonymes en droit français », in *Travaux de l'association H. Capitant*, 1963, t. XV, 1967, p. 330 ; J. PERROUD, « La condition de l'actionnaire », in *Mélanges Ripert*, t. II, Ed. R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1951, p. 321 ; H. MOUBSI, « Réflexion sur le projet d'ordonnance portant transposition de la directive relative au droit des actionnaires », *Les Petites aff.* 29 juillet 2010, p. 10 ; G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne, ouvr. préc.*, n° 43.



En 2003, la pratique des batailles de procurations a franchi les frontières françaises, à l'occasion d'une assemblée générale d'Eurotunnel<sup>1685</sup>. Rien n'interdisait alors à un minoritaire de solliciter des mandats. Il ne semble toutefois pas que la pratique ait été réitérée depuis<sup>1686</sup>.

Quelques années plus tard, l'encadrement de la sollicitation des mandats était évoqué par le rapport du groupe de travail présidé par Monsieur Mansion sur l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires. Celui-ci préconisait que les modalités d'appel public à mandat soient précisées et que pouvoir soit donné pour ce faire au régulateur des marchés financiers<sup>1687</sup>. La proposition est toutefois restée lettre morte.

La question de l'opportunité d'une réglementation a été soulevée une nouvelle fois à l'occasion de la transposition de la directive du 11 juillet 2007 concernant l'exercice des droits des actionnaires de sociétés cotées<sup>1688</sup>. Celle-ci n'exige pas directement des États-membres qu'ils autorisent l'appel public à mandat mais, dans le cas où ils le feraient, leur impose d'encadrer la pratique en garantissant un « *niveau adéquat de fiabilité et de transparence* »<sup>1689</sup>. Parallèlement, la directive oblige à une libéralisation des dispositions encadrant les mandats de vote en disposant que, dans les sociétés cotées, « *chaque actionnaire a le droit de désigner comme mandataire toute autre personne physique ou morale pour participer à l'assemblée générale et y voter en son nom* »<sup>1690</sup>, alors que le droit français n'autorisait à conférer un mandat qu'à un autre actionnaire ou à son conjoint. Le système du vote par procuration devait donc être retouché. L'occasion se présentait de réfléchir à l'encadrement des sollicitations.

---

<sup>1685</sup> V. AMF, Commission des sanctions, Nicolas Miguët de la société Foch investissements SNC, 7 déc. 2006. V. égal. T. RAVEL D'ESCLAPON, « Batailles de procurations : une nécessaire réglementation », *Les Petites aff.* 6 oct. 2009, p. 5.

<sup>1686</sup> V. A. OMAGGIO, « Transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *art. préc.*

<sup>1687</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France, préc.*, spéc. p. 31 et 32.

<sup>1688</sup> Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées* ; B. DONDERO, « Directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *RTDF* 2007, p. 92 ; *JCP éd. E* 2008, n° 11, p. 12 ; B. LECOURT, « Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées : suite et fin de la transposition par la France », *Rev. sociétés* 2011, p. 130 ; C. MALEKI, « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *BMIS* 2007, n° 8, p. 928 ; S. TORCK, « Exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés cotées », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, p. 39 ; H. GUYADER, « L'actionnaire transnational et la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 265.

<sup>1689</sup> Directive 2007/36/CE, *préc.*, considérant 10. V. C. CLERC, « L'appel public à mandat », *RTDF* 2008, n° 2, p. 44.

<sup>1690</sup> Art. 10 *dir. préc.*

## b. Le contenu de la réglementation

288. – La transposition de la directive en droit français ne nécessitait pas qu'une position soit prise quant aux sollicitations de mandats. Plusieurs solutions s'offraient. L'une d'elle était le *statu quo*. Une autre option aurait été d'empêcher la pratique de prospérer, en limitant par exemple le nombre de mandats qu'une même personne peut détenir. Mais la directive prohibe les limitations de l'exercice du droit de vote d'un actionnaire par un mandataire, autres que celles qu'elle autorise expressément<sup>1691</sup>, et dispose que « le nombre d'actionnaires qu'une personne agissant en qualité de mandataire peut représenter n'est pas limité »<sup>1692</sup>. Cette voie était donc exclue. La dernière solution était d'encadrer l'exercice des sollicitations dans le cadre offert par la directive européenne : c'est celle qui a été retenue<sup>1693</sup>. Plusieurs raisons pouvaient justifier un tel choix. D'une part, la directive commandait d'ouvrir la possibilité à toute personne, même non actionnaire, de se voir conférer des mandats de vote dans les sociétés cotées. Or cette libéralisation de la législation des procurations aurait pu encourager la pratique des sollicitations dissidentes, il convenait donc de l'encadrer<sup>1694</sup>. L'argument convainc peu toutefois, puisqu'il suffisait jusqu'alors d'acquérir une seule action pour procéder à un appel public à mandat. D'autre part, il pourrait être affirmé qu'il existait jusqu'alors un vide juridique et qu'il valait mieux régler tant qu'il en était encore temps plutôt que d'attendre que la pratique se développe en dehors de tout cadre légal. Mais l'organisation de la sollicitation de mandats constitue une incitation à y recourir, le régime légal de la pratique ayant été précisé et donc l'insécurité réduite<sup>1695</sup>.

Faciliter les sollicitations correspondait en tout cas à l'esprit de la directive européenne, qui se fonde sur le postulat selon lequel « le contrôle effectif par les actionnaires est un préalable indispensable à un gouvernement d'entreprise sain »<sup>1696</sup>. Or ce dernier supposerait une libéralisation du vote par procuration<sup>1697</sup>. Remarquons néanmoins que celle-ci ne favorise pas la participation des actionnaires mais seulement l'expression d'un certain type d'actionnaires ; elle ne favorise pas le vote éclairé des actionnaires mais une concentration de pouvoirs dans les mains des investisseurs institutionnels. Si une telle réforme encourage, il va sans dire, l'activisme actionnarial, il n'est pas sûr qu'elle soit le gage d'un « gouvernement d'entreprise sain ». Il est vrai que certains actionnaires ne

---

<sup>1691</sup> Art. 10 § 3 dir. préc.

<sup>1692</sup> Art. 10 § 5 dir. préc.

<sup>1693</sup> Ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant *transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*.

<sup>1694</sup> V. en ce sens, *Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*.

<sup>1695</sup> V. S. TORCK, « Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 335.

<sup>1696</sup> Dir. préc. considérant 3.

<sup>1697</sup> Dir. préc. considérant 10.

peuvent s'exprimer aisément dans les assemblées générales. Dans les pays anglo-saxons, cette situation est celle de la majorité des actionnaires, dont les titres sont détenus par des intermédiaires « *in street name* »<sup>1698</sup>. Ce n'est pas le cas en France où les chaînes de détention sont plus courtes et mieux identifiées. Ce problème ne concerne en réalité que les actionnaires étrangers. Si l'on souhaitait favoriser leur participation, une clarification de la chaîne de détention aurait été une solution plus adaptée<sup>1699</sup>. Quoi qu'il en soit, à une époque où le vote par correspondance est largement admis et où le vote par Internet se développe<sup>1700</sup>, il n'est pas exact d'affirmer que le vote par procuration permet d'améliorer l'expression des actionnaires minoritaires. D'ailleurs, le fait que la réglementation n'oblige pas même les sollicitateurs à dévoiler leurs intentions de vote<sup>1701</sup> témoigne de ce que ce mécanisme n'autorise pas une participation éclairée des actionnaires mais constitue plutôt un instrument de concentration des pouvoirs dans les mains de certains acteurs des marchés financiers – la volonté de démocratie risquant de se traduire par la consolidation d'une oligarchie<sup>1702</sup>. Favoriser la participation des actionnaires à tout prix ne semble ainsi pas une solution adéquate<sup>1703</sup> : encore faudrait-il déterminer clairement à qui l'on souhaite donner le pouvoir au sein des sociétés et vers quoi celui-ci devrait tendre<sup>1704</sup>.

L'ordonnance ayant été adoptée, il reste à examiner quel est le contenu exact des dispositions régissant la sollicitation de mandats. Après avoir examiné la notion de sollicitation de mandats ( $\alpha$ ), nous envisagerons les obligations mises à la charge des sollicitateurs ( $\beta$ ), puis les modalités du contrôle du respect de ces obligations ( $\gamma$ ). Enfin, nous constaterons que le législateur a laissé subsister de nombreux obstacles au développement des sollicitations dissidentes ( $\delta$ ), susceptibles d'empêcher le développement de telles pratiques.

---

<sup>1698</sup> V. *supra* n° 286.

<sup>1699</sup> C. CLERC, « L'appel public à mandat », *art. préc.* V. sur ce point *infra* n° 494 et s.

<sup>1700</sup> V. *infra* n° 501.

<sup>1701</sup> V. *infra* n° 292.

<sup>1702</sup> V. sur cette question, C. CLERC, « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *RTDF* 2007, n° 3, p. 88 ; A. REYGROBELLET, « Proportionnalité entre capital et contrôle : faut-il interdire toute dérogation au principe " une action = une voix " ? », *art. préc.* ; D. SCHMIDT, *ouvr. préc.*, p. 43. V. égal. J. PEYRELEVADE, *Le capitalisme total*, Seuil – La république des idées, oct. 2005, spéc. p. 23 et s.

<sup>1703</sup> V. déjà G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne, ouvr. préc.*, n° 43 : « Mais quand il s'agit du fonctionnement de la société, le législateur reste obstinément attaché à l'idée de la souveraineté de l'assemblée. Le mal vient à ses yeux de ce que les actionnaires ont abandonné les droits qui leur appartiennent. Il faut leur restituer leurs pouvoirs, les défendre contre l'oligarchie des administrateurs, maintenir rigoureusement l'égalité entre eux, leur donner le moyen de comprendre les affaires sociales ».

<sup>1704</sup> A cet égard, il est intéressant de comparer la tendance actuelle avec la tendance protectionniste du début du XX<sup>ème</sup> siècle qui souhaitait réserver le pouvoir à ceux qui étaient pleinement capables de l'exercer. V. par ex. A. PERCEROU, *ouvr. préc.*, p. 418 et s. : « Pourquoi maintenir cette prérogative, le pouvoir de vote, à des actionnaires sensiblement incapables de s'en servir ; alors d'ailleurs que ce régime présente pour eux et pour la société des inconvénients graves ? La conception qui fait du droit de vote un des droits essentiels de l'actionnaire ne tient pas devant les faits puisqu'il paraît établi que l'actionnaire n'est pas en général un associé capable d'apprécier avec discernement la gestion des affaires sociales, ni de choisir utilement les administrateurs ».

## α. La notion de sollicitation de mandats

**289. – Définition.** L'article L. 225-106-2 s'attache à définir la sollicitation de mandats, et plus précisément la sollicitation « active ». Il faudrait en déduire qu'il existe des sollicitations passives qui ne sont pas soumises au régime des articles L. 225-106-2 et suivants. La sollicitation passive pourrait correspondre à la situation de ceux qui, de par leur position, se voient conférer des mandats sans pour autant avoir effectué aucune démarche en ce sens. Il est douteux toutefois que cette situation puisse être qualifiée de sollicitation : la sollicitation est par nature active<sup>1705</sup>. Le terme paraît donc superfétatoire.

Quoi qu'il en soit, la « sollicitation active » est définie comme le fait de « proposer directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée d'une société ». Contrairement à la définition américaine, la définition choisie a le mérite d'être brève et lisible. Comme la définition américaine originelle, en revanche, elle s'avère extrêmement large et vague, de telle sorte que si la pratique venait à se développer, elle serait source de contentieux. Par les termes « sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit », sont visés tous les moyens de communication, écrits ou oraux. L'usage des médias, par exemple, entre dans le champ des sollicitations. Des termes « directement ou indirectement », il faudrait déduire, à l'image du droit américain, que toute démarche susceptible d'inciter les actionnaires à conférer des mandats à son initiateur entre dans le champ de la réglementation, alors même que tel ne serait pas son objet ou qu'elle n'aurait pas été suivie d'effets. Toute publication ou intervention orale ou sur un forum de discussion<sup>1706</sup> en période d'assemblée serait ainsi sujette à caution, alors qu'une exception avait été spécialement introduite en droit américain afin de garantir qu'une personne dont l'objectif n'est pas de récolter des procurations échappe à la réglementation, sous certaines conditions<sup>1707</sup>. La sollicitation n'est en outre pas nécessairement publique, de telle sorte que la réglementation recouvre un champ varié d'hypothèses allant des sollicitations d'un actionnariat indéterminé par des campagnes de presse, à un simple démarchage d'un investisseur institutionnel par un autre lorsqu'il est susceptible de se solder par l'octroi d'un mandat. Enfin, la sollicitation n'a pas à être collective, tout démarchage, concernerait-il un seul actionnaire, entre dans le champ de la réglementation. Comme en droit américain, la

---

<sup>1705</sup> P. IMBS et B. QUEMADA (sous la direction de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIXe et du XXe siècle (1789-1960)*, préc., V<sup>o</sup> sollicitation : « Action de solliciter quelque chose de quelqu'un, de faire des démarches pressantes pour obtenir quelque chose. » et solliciter : « Chercher à obtenir (une faveur, une grâce ou un droit) d'une manière instantane, par des démarches auprès d'une autorité compétente ou d'une personne influente ».

<sup>1706</sup> Sur les forums de discussion consacrés aux sujets financiers et boursiers, V. déjà la position de l'AMF indiquant que « le fait pour toute personne de donner un avis sur une valeur, sans indiquer simultanément la position prise préalablement par elle sur cette même valeur, et de tirer profit de cette situation, est susceptible de constituer un manquement de diffusion de fausse information » : AMF, Communiqué de presse, 18 juillet 2011.

<sup>1707</sup> V. *supra* n<sup>o</sup> 277.

communication entre actionnaires ou entre un actionnaire et sa banque ou son conseil en vote risque d'en être entravée. Toutefois, le contrôle du respect des obligations pesant sur les sollicitateurs étant peu développé<sup>1708</sup>, il n'est pas certain que le même effet se fasse ressentir en France.

Certaines hypothèses semblent délicates. Une campagne par laquelle une personne conseillerait aux actionnaires de révoquer des mandats déjà octroyés pourrait-elle être qualifiée de sollicitation active ? Cela n'est pas certain à moins de considérer que c'est là indirectement proposer aux actionnaires de les représenter. On peut encore se demander si l'émetteur qui envoie des formules de procuration à ses actionnaires ne se livre pas à une sollicitation. Sans doute doit-on se référer au texte accompagnant le document. Néanmoins, la seule indication que l'actionnaire peut renvoyer sa formule de procuration signée sans indication de mandataire, ce qui conférerait un pouvoir en blanc au président, permettrait de conclure à l'existence d'une démarche tendant à proposer aux actionnaires de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée, aux termes de l'article L. 225-106-2. Il faudrait en déduire que l'article s'applique non seulement aux sollicitations dissidentes mais également aux sollicitations émanant de l'émetteur.

**290. – Champ d'application.** La notion de sollicitation active de mandats au sens des articles L. 225-106-2 et s. est par ailleurs limitée aux sollicitations visant les actions admises sur un marché réglementé et les actions admises sur un système multilatéral de négociation qui a choisi de protéger ses investisseurs en se soumettant aux dispositions relatives aux opérations d'initiés, aux manipulations de cours et à la diffusion de fausses informations<sup>1709</sup>, à la condition dans ce dernier cas que les statuts de la société prévoient qu'un mandat peut être donné à une personne non-actionnaire<sup>1710</sup>. Le choix est cohérent avec l'état du droit français. Il s'imposait évidemment de soumettre à ce régime les titres admis sur un marché réglementé. Il était également logique de l'étendre aux titres admis sur les marchés multilatéraux qui ont opté pour le régime légal de protection des investisseurs. L'encadrement des sollicitations vise, en effet, à la fois à garantir le bon fonctionnement social et à protéger les investisseurs. Si le choix est cohérent, on peut néanmoins regretter que toutes les sociétés cotées – au sens large – ne soient pas concernées. En effet, les sociétés dont les titres sont admis sur des systèmes multilatéraux de négociation peuvent être visées par de telles pratiques et il est nécessaire de garantir la protection des investisseurs et de la société quel que soit le marché sur lequel ses titres se négocient. Par ailleurs, remarquons que toutes les sociétés dont les titres sont admis sur un système multilatéral de négociation qui a choisi de protéger ses investisseurs en se soumettant aux dispositions relatives aux opérations

---

<sup>1708</sup> V. *infra* n° 297 et s.

<sup>1709</sup> Art. 524-1 RG AMF.

<sup>1710</sup> Cela résulte de la combinaison de l'article L. 225-106 al. 4 et de l'article L. 225-106-2 al. 1.

d'initiés ne sont pas concernées : seules les sollicitations portant sur des titres de sociétés qui ont fait le choix d'ouvrir le vote par procuration aux non-actionnaires sont soumises aux articles L. 225-106-2 et suivants<sup>1711</sup>. Mais les sociétés n'ayant pas choisi cette option pourraient tout à fait être la cible de sollicitations. Les actionnaires s'en trouvent finalement moins bien protégés et l'on peut regretter que le champ d'application du dispositif ne soit pas à cet égard plus étendu.

### **β. Les obligations à la charge des sollicitateurs**

**291. – Présentation.** L'analyse des obligations à la charge des sollicitateurs montre que le droit français est bien moins contraignant que le droit américain. Nous distinguerons deux étapes : le lancement de la collecte de procurations puis le déroulement de la collecte.

**292. – Lancement de la collecte des procurations.** Au stade du lancement de la collecte de procurations, les obligations mises à la charge du sollicitateur sont minimales : il lui est uniquement imposé d'avoir rendu publique sa politique de vote<sup>1712</sup>. Des dispositions réglementaires précisent le contenu de ce document. Il doit d'abord comporter des éléments d'identification du sollicitateur<sup>1713</sup>. Lorsqu'il s'agit d'une personne morale, doivent notamment être indiqués les organes chargés de l'instruction et de l'analyse des résolutions et ceux chargés de décider des votes émis. L'expression « *décider des votes émis* » semble recouvrir le pouvoir de décider si le vote sera ou non exercé et, s'il l'est, dans quel sens il le sera. Le document doit ensuite décrire « *les principes auxquels le mandataire entend se référer à l'occasion de l'exercice des droits de vote* ». Parce que la politique de vote ne peut être exhaustive, le texte réglementaire impose qu'un certain nombre de thèmes au moins soit abordé : les décisions entraînant une modification des statuts, l'approbation des comptes et du résultat, la nomination et la révocation des organes sociaux, les conventions réglementées, les programmes d'émission et de rachat des titres de capital et la désignation des commissaires aux comptes. Enfin, doivent y figurer les procédures d'identification, de prévention et de règlement d'éventuels conflits d'intérêts. L'exigence d'un tel document suscite plusieurs remarques.

La politique de vote des mandataires doit être rapprochée de celle des sociétés de gestion puisque le texte réglementaire est largement inspiré des dispositions du règlement général de

---

<sup>1711</sup> Le projet de texte ne comportait pas cette restriction. L'article L. 225-106-1 a toutefois été abrégé et son champ d'application est désormais défini par renvoi à l'article L. 225-106. Il en est résulté une modification du champ de l'article.

<sup>1712</sup> Art. L. 225-106-2 al. 1.

<sup>1713</sup> Art. R. 225-82-3 II.

l'AMF régissant l'activité de ces dernières<sup>1714</sup>. D'une part, l'exigence d'élaboration d'une telle politique par les sociétés de gestion a été édictée en vue de la protection des investisseurs des organismes de placement collectif. Il s'agissait non pas tant de les informer de l'usage qu'il serait fait du droit de vote mais plutôt d'assurer que son exercice soit motivé par des considérations légitimes et guidé par l'intérêt des investisseurs, l'AMF contrôlant cette documentation. D'autre part, il faut se souvenir que la finalité de la réglementation était d'inciter fortement ces sociétés à voter, en se fondant sur le postulat que le droit de vote constitue un instrument de gestion<sup>1715</sup>. L'élaboration d'un tel document constituait ainsi une alternative moins contraignante à l'instauration du vote obligatoire des sociétés de gestion<sup>1716</sup>. Leur politique de vote ne doit pas seulement exposer comment le sens du vote sera déterminé, mais avant tout dans quelles situations il sera exercé. En cas de non-exercice du droit de vote, d'ailleurs, le texte légal leur impose d'expliquer leurs motifs<sup>1717</sup>. Il va sans dire que la situation des mandataires est très différente de celle des sociétés de gestion et que ces deux considérations ne s'y retrouvent pas. L'élaboration d'une politique de vote ne vise pas à les inciter à voter : ce sont eux qui sollicitent le droit de vote. Il ne s'agit pas non plus d'assurer que le droit de vote est exercé dans un intérêt légitime – aucun contrôle des politiques de vote n'a en effet été instauré –, mais plutôt d'offrir la possibilité aux actionnaires sollicités d'apprécier le bien-fondé des propositions du mandataire. On conçoit alors qu'une politique de vote, qui est par définition un document général et préétabli, ne soit pas à même de remplir correctement à elle seule cette fonction. Elle ne constituerait qu'un complément à la publication des intentions de vote du sollicitateur : les actionnaires pourraient ainsi juger si le sollicitateur suit la ligne de conduite qu'il s'est préalablement fixée. Or précisément, il n'est pas exigé de celui-ci qu'il rende publiques ses intentions de vote : l'article L. 225-106-2 précise au contraire que ce n'est là qu'une possibilité<sup>1718</sup>. Loin de favoriser une participation éclairée des actionnaires, la réforme crée ainsi de l'opacité dans l'exercice des droits de vote. Il ne s'agit pourtant plus ici d'actionnariat indirect et les actionnaires devraient être mis en mesure de déterminer clairement quelles sont les intentions du sollicitateur, quels sont ses intérêts à solliciter ainsi des mandats et sur quelles résolutions et dans quel sens le droit de vote sera exercé. Remarquons en outre que la politique de vote doit être publiée sur le site Internet du mandataire et peut être consultée au siège social du sollicitateur<sup>1719</sup>. Mais cela n'a pas à être indiqué aux actionnaires au moment de la sollicitation ; ils pourront rester dans l'ignorance de l'existence

---

<sup>1714</sup> Art. 314-100 RG AMF. V. *supra* n° 266 et s.

<sup>1715</sup> V. P.-H. LEROY, « Le vote des actionnaires minoritaires, décision financière », 1<sup>ère</sup> partie, *Option finance* 2 janv. 1996, n° 384, p. 26 ; 2<sup>ème</sup> partie, 22 janv. 1996, n° 387, p. 26.

<sup>1716</sup> V. *supra* n° 266 et s.

<sup>1717</sup> L. 533-22 C. mon. fin.

<sup>1718</sup> Une proposition en ce sens avait été formulée : V. ANSA, « Droit des actionnaires : transposition de la directive européenne – Projets d'ordonnance et de décret », *Bull. ANSA*, 2010-II, n° 10-022. V. s'étonnant de l'absence d'obligation pour le sollicitateur de déclarer ses intentions de vote, A. OMAGGIO, *art. préc.* V. égal. C. CLERC, *art. préc.*

<sup>1719</sup> Art. R. 225-82-3 I.

d'un tel document. Enfin, notons qu'au stade du lancement, les conflits d'intérêts que pourrait connaître le mandataire sollicitateur n'ont pas à être mentionnés<sup>1720</sup>. On mesure là encore l'opacité de la pratique et la distance qui sépare la législation française de la réglementation américaine.

Remarquons par ailleurs que ces nouvelles dispositions semblent avoir été rédigées pour encadrer une pratique de la sollicitation qui serait habituelle. C'est ce que révèle l'exigence d'un rapport de politique de vote. Elle suppose donc que le sollicitateur ait pour projet de lancer diverses sollicitations, en vue desquelles il rédige une politique de vote unique. Cette exigence n'a ainsi de sens qu'en considération d'un professionnel de la sollicitation. Il serait peu cohérent au contraire d'exiger d'une personne qui lance une sollicitation de manière isolée, pour une opération unique, qu'elle élabore une politique de vote. Deux remarques peuvent être faites à cet égard. D'une part, l'examen de la pratique américaine montre qu'il n'existe pas véritablement de professionnel de la sollicitation. Certaines agences peuvent matériellement s'occuper de la sollicitation pour le compte d'un tiers, souvent actionnaire. Il semble que ce soient elles que la législation visait. Elles ne sont néanmoins pas des sollicitateurs mais des intermédiaires. Leur métier n'est pas l'investissement et elles agissent normalement pour le compte d'autrui. Certains investisseurs institutionnels, encore, sont plus souvent impliqués que d'autres dans les batailles de procuration. Pour autant, les sollicitations ne constituent pas pour eux un mode normal de fonctionnement ; elles demeurent une pratique exceptionnelle. Beaucoup d'entre eux, en outre, sont des sociétés de gestion qui en France seraient déjà soumises à l'obligation de publier une politique de vote sur le fondement de l'article 314-100 du règlement général de l'AMF<sup>1721</sup>. Seul l'émetteur exerce en réalité des sollicitations à titre habituel. Mais l'exigence d'une politique de vote aurait ici peu de sens, d'autant que la loi détermine le sens du vote lorsque des mandats en blanc sont reçus par la société. Il semble au demeurant que le régime de la sollicitation n'ait été élaboré qu'en considération des pratiques qui émaneraient d'actionnaires minoritaires ou de tiers à la société<sup>1722</sup>. D'autre part et si l'on admet que certains acteurs recourent à la sollicitation de manière habituelle, l'exigence de l'élaboration d'une politique de vote incite à un exercice standardisé du droit de vote. Certes, il serait possible, une fois la politique de vote élaborée, d'en dévier en en expliquant la raison. Il est toutefois évident que la réglementation est dissuasive sur ce point, d'autant que si la justification est jugée mauvaise, le sollicitateur ne serait pas à l'abri d'une action en responsabilité civile ou d'une condamnation pour diffusion de fausses informations<sup>1723</sup>. Dans les cas de sociétés de gestion détenant de faibles quantités de capital, un exercice standardisé du droit de vote est peu problématique. La standardisation permet en outre d'éviter la

---

<sup>1720</sup> V. *infra* n° 294.

<sup>1721</sup> V. *supra* n° 266 et s.

<sup>1722</sup> Comp. avec le droit américain où la réglementation des sollicitations étaient originairement axée sur les campagnes émanant de la direction en place : v. *supra* n° 276 et 283.

<sup>1723</sup> V. *infra*.



réalisation d'éventuels conflits d'intérêts, en obligeant ces sociétés à se fixer une ligne de conduite préalable. Elle constitue donc un pis-aller. Il en va tout autrement en cas de sollicitations. Le solliciteur recherche le pouvoir et entend influencer durablement sur la politique sociale, voire prendre le contrôle de la société. Il est peu satisfaisant qu'une intervention de cette ampleur se réalise sur une base standardisée.

Une question se pose encore : le solliciteur est-il tenu de respecter sa politique de vote ? Aucun texte ne l'énonce expressément. On serait alors amené à admettre que le solliciteur puisse y faire exception s'il parvient à justifier son choix, selon le principe *comply or explain*<sup>1724</sup>. La politique de vote ne constitue en effet qu'une ligne de conduite que le solliciteur se fixe au préalable de toute sollicitation. Contrairement aux intentions de vote qui le lient s'il choisit d'en formuler, la politique de vote n'est donc pas contraignante. D'ailleurs, seul le non-respect des obligations énoncées à l'article L. 225-106-2, c'est-à-dire notamment l'obligation de publier une politique de vote, est réprimé par la privation du droit de vote<sup>1725</sup>, sans que le non-respect de la politique de vote ne soit visé. Seul l'engagement de la responsabilité civile du solliciteur ou une sanction fondée sur la diffusion de fausses informations serait alors envisageable. Dans le cas où des intentions de vote s'ajoutent à la politique de vote, les procurations données sans instruction devront être exercées conformément aux intentions publiées, aux termes de l'article L. 225-106-2 alinéa 2, même en cas de divergence entre les deux. Cela n'empêche que cette divergence devra pouvoir être justifiée.

Soulignons enfin que cette réglementation n'est pas exclusive des obligations qui sont imposées à certaines catégories d'opérateurs par le droit boursier. Notamment, lorsque la sollicitation implique une société de gestion ou une agence de conseil en vote<sup>1726</sup>, chacune devra respecter les obligations qui lui incombent, l'une aux termes du règlement général de l'AMF<sup>1727</sup>, l'autre aux termes d'une recommandation de l'AMF<sup>1728</sup>. En outre, les règles de droit des sociétés doivent être combinées avec les exigences d'information permanente. Aussi peut-on se demander dans quelle mesure la non-divulgence des intentions de vote pourrait constituer une violation de l'article 223-2 du Règlement général de l'AMF qui impose la divulgation des informations

---

<sup>1724</sup> Sur le principe *comply or explain*, V. *supra* n° 267.

<sup>1725</sup> Sur les sanctions, V. *infra* n° 298.

<sup>1726</sup> Sur les agences de conseil en vote, V. n° 549 et s. V. MAGNIER, « Nouvelles mesures en faveur de la démocratie actionnariale dans les sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, p. 267, spéc. p. 275 ; S. TORCK, « AMF : un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *Dr. sociétés* juil. 2011, p. 23 ; A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) ? », *JCP éd. E* 2009, n° 46, p. 2065 ; M. TOUCH, « Les sociétés spécialisées dans l'exercice des droits de vote (*proxy voting providers*) », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* mai-juin 2006, p. 29 ; M. TOUCH et T. AMICO, « L'empty voting », *Rev. dr. banc. fin.* oct. 2008, p. 7.

<sup>1727</sup> Art. 314-100 RG AMF.

<sup>1728</sup> Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote.

privilégiées ou de l'article 223-6 qui commande la divulgation des opérations financières en préparation susceptibles d'avoir un effet sensible sur le cours d'un instruments financier<sup>1729</sup>. Lorsque la sollicitation est publique et que les intentions du solliciteur ne sont pas claires, il n'est pas exclu que ces dispositions puissent jouer puisqu'il est probable que l'information ou l'opération ait un effet sensible sur le marché.

**293. – Déroulement de la collecte des procurations.** En dehors de l'élaboration d'une politique de vote préalable à toute sollicitation, aucune obligation spécifique ne pèse sur le solliciteur pendant la période de collecte des procurations. Les dispositions spéciales aux sollicitations doivent néanmoins être conjuguées avec celles plus générales relatives au mandat de vote et avec certaines dispositions de droit boursier.

**294. – Déroulement de la collecte des procurations – Règles relatives au mandat.** Les dispositions régissant la sollicitation doivent être combinées avec les règles relatives au mandat de vote.

Le nouvel article L. 225-106-1 fait obligation au mandataire, autre que le conjoint du mandant ou le partenaire avec lequel il a conclu un pacte civil de solidarité, d'informer son mandant de tout conflit d'intérêts. La disposition trouve à s'appliquer en matière de sollicitation. L'article donne une liste indicative de conflits d'intérêts issue de la directive européenne<sup>1730</sup>. Les textes réglementaires précisent que cette communication est faite par lettre recommandée avec demande d'accusé de réception ou, avec l'accord préalable de l'actionnaire, par un moyen de communication électronique<sup>1731</sup>. La rédaction du texte laisse à penser que cette information doit intervenir une fois le mandat donné : *« lorsque (...) l'actionnaire se fait représenter par une personne autre que son conjoint ou le partenaire avec lequel il a conclu un pacte civil de solidarité, il est informé par son mandataire de tout fait lui permettant de mesurer le risque que ce dernier poursuive un intérêt autre que le sien »*. Or attendre d'avoir reçu procuration pour dévoiler les conflits d'intérêts existants est certainement trop tardif dans le cas d'une sollicitation. Le mandant hésitera sans doute à faire la démarche de le révoquer. En outre, une telle interprétation se concilie mal avec l'alinéa 8 du même article qui dispose que tout conflit d'intérêts naissant après que le mandat a été confié doit être notifié au mandant et qu'à défaut de confirmation expresse du mandat, celui-ci devient caduc. Dans le cas d'une sollicitation, l'actionnaire devrait être informé des conflits d'intérêts préexistants et consentir au mandat en connaissance de cause. Mais cela n'est possible, de fait,

---

<sup>1729</sup> Cette disposition n'a, pendant longtemps, pas été utilisée pour fonder des poursuites. C'est chose faite, toutefois, depuis la décision *Wendel* rendue par la Commission des sanctions. V. *infra* n° 334.

<sup>1730</sup> Dir. préc. art. 10 § 3.

<sup>1731</sup> Art. R. 225-82-1.

que si le mandat a été sollicité, ce qui justifie la rédaction de l'article à vocation générale. C'est pourquoi établir un régime propre aux sollicitations en matière de conflits d'intérêts serait intéressant<sup>1732</sup>. Par ailleurs, il a été souligné qu'il y avait peu de sens à requérir une notification des conflits d'intérêts lorsque le mandat conféré est impératif, puisque le mandataire n'a pas alors de marge de manœuvre<sup>1733</sup>. Il n'est toutefois pas certain que cette affirmation soit tout à fait exacte en cas de sollicitation. Le mandat, même impératif, donné par l'actionnaire a en effet été influencé par les déclarations du solliciteur. Il n'est pas concevable que l'actionnaire ne soit pas informé d'éventuels conflits d'intérêts. On perçoit encore ici l'inadaptation de cette disposition générale aux sollicitations. Une obligation d'information sur les conflits d'intérêts concomitante à la sollicitation aurait été plus pertinente.

Il convient également de se demander s'il existe une obligation de notification des conflits d'intérêts lorsque la sollicitation émane de l'émetteur. À cet égard, il faut rappeler que cette obligation ne pèse pas sur le solliciteur, mais plus généralement sur la personne à laquelle un mandat est conféré<sup>1734</sup>. La question de la notification des conflits d'intérêts se pose donc indépendamment de l'existence d'une sollicitation. Il semble qu'il faille distinguer selon que le mandat est renvoyé en blanc ou qu'il est nominatif. Lorsque le mandat est en blanc, la loi détermine le sens du droit de vote<sup>1735</sup>. Cela semble de nature à le dispenser de notification. Lorsque le mandat est nominatif en revanche, qu'il désigne le président ou tout autre dirigeant, l'article L. 225-106-1 trouve à s'appliquer. Certains ont avancé qu'un mandat nominatif conféré au président ne l'obligerait pas à déclarer ses conflits d'intérêts<sup>1736</sup>. Il est certain que le mandataire lui donne mandat en considération de sa fonction et qu'il est inutile que le président la lui rappelle. Il n'est pas sûr néanmoins que cela suffise à rendre superflue toute notification. À titre d'exemple, lorsqu'il doit être décidé de la nomination d'administrateurs, le président peut être lié aux candidats déclarés, de telle sorte que le conflit devrait être révélé<sup>1737</sup>. Mais fait-il sens de distinguer mandat en blanc et mandat donné au président ?

---

<sup>1732</sup> Pour des pistes d'amélioration de la législation, V. *infra* n° 511 et s.

<sup>1733</sup> A. OMAGGIO, « Transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *préc.* ; B. LECOURT, « Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées : suite et fin de la transposition par la France », *Rev. sociétés* 2011, p. 130.

<sup>1734</sup> Art. L. 225-106-1.

<sup>1735</sup> Art. L. 225-106.

<sup>1736</sup> V. par ex. ANSA, « Vote par procuration : information sur les risques de conflit d'intérêts », *Bull. ANSA*, 2011-I, n° 11-015 ; V. MAGNIER, « Nouvelles mesures en faveur de la démocratie actionnariale dans les sociétés cotées », *art. préc.*

<sup>1737</sup> Ce cas n'est pas mentionné dans la liste de conflits d'intérêts dressée par l'article L. 225-106-1. Mais celle-ci n'est pas exhaustive.

**295. – Déroulement de la collecte des procurations – Règles de droit boursier.** La réglementation des sollicitations doit également être combinée aux dispositions sur les franchissements de seuils et les offres publiques obligatoires.

Les articles L. 233-6 et suivants du Code de commerce font obligation à une personne franchissant à la hausse ou à la baisse les seuils de détention d'actions ou de droits de vote déterminés à l'article L. 233-6, agissant seule ou de concert, de déclarer le franchissement<sup>1738</sup>. Or, aux actions et droits de vote dont une personne est propriétaire, sont notamment assimilés les droits de vote qui peuvent être « *exercés librement en vertu d'une procuration en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires concernés* »<sup>1739</sup>. L'assimilation ne vaut ainsi qu'à défaut d'instructions spécifiques, mais non pour les mandats impératifs ou partiellement impératifs. Dans ce dernier cas, en effet, le mandant ne vote pas en « *l'absence d'instructions spécifiques* ». Il faut s'interroger sur la mise en œuvre de cette disposition en matière de sollicitations. Du côté émetteur, les mandats renvoyés en blanc à la société n'ont pas à être pris en compte pour le calcul des seuils par le président du conseil d'administration ou du directoire, qui sera généralement amené à présider l'assemblée et à ce titre à exercer le vote des mandats en blanc<sup>1740</sup>. En effet, le mandat n'est pas personnel, le président n'agit qu'en tant que représentant de la société. En outre, son vote est lié, aux termes de l'article L. 225-106 : on ne peut considérer qu'il agisse « *en l'absence d'instructions spécifiques* »<sup>1741</sup>. Seuls les mandats nominatifs et discrétionnaires doivent donc être pris en compte pour le calcul des seuils. Quant aux autres sollicitateurs éventuels, tous les mandats reçus sans instructions spécifiques devraient être pris en compte dans le calcul des seuils. Doivent être au contraire exclus les mandats impératifs, même lorsque les instructions données correspondent à celles prônées par le solliciteur, et les mandats partiellement impératifs. On peut s'interroger sur le bien fondé de cette différenciation. En effet, si les déclarations de franchissements de seuils visent à informer le marché de l'évolution du capital et du pouvoir au sein de la société, rien ne justifie un traitement distinct des mandats impératifs et des mandats discrétionnaires, tous servant une augmentation du pouvoir de vote du solliciteur<sup>1742</sup>. Cette solution fait au demeurant une place facile à la fraude, puisqu'il suffit à un solliciteur de se faire conférer des mandats partiellement

---

<sup>1738</sup> V. égal. *infra* n° 329 et s.

<sup>1739</sup> Art. L. 233-9 I 8° C. com. Mentionnons que le mandataire devrait procéder à une double déclaration : l'une à la hausse avant l'assemblée générale, l'autre à la baisse une fois le vote exercé. Le règlement de l'AMF se satisfait toutefois d'une déclaration unique (art. 223-15 RG AMF).

<sup>1740</sup> V. art. L. 225-106 et R. 225-100.

<sup>1741</sup> En ce sens, ANSA, « Franchissement de seuils de participation : portée du principe d'assimilation à la possession d'actions soumises à déclaration », *Bull. ANSA*, 2008-III, n° 08-022. Admettant cette solution en droit positif mais soutenant une solution inverse, P.-H. CONAC, « Franchissement de seuil », *Rep. Dalloz sociétés* mars 2011, mise à jour juin 2012, n° 84.

<sup>1742</sup> V. en ce sens, C. CLERC, *art. préc.* : « (...) Si cette information est utile au marché, il en va de même du franchissement de seuils réalisé par un mandataire dans le cadre d'un appel public à mandat, que les procurations soient accompagnées ou non d'instructions de vote ».

impératifs pour échapper à la réglementation des franchissements de seuils<sup>1743</sup>. Mais il est vrai que l'absence d'obligation du solliciteur de dévoiler ses intentions de vote rend peu praticable une prise en compte des mandats impératifs pour le calcul des seuils car il serait délicat de déterminer, *a priori*, si les mandats impératifs viennent au soutien de la position du solliciteur.

Une autre question se pose encore en matière de franchissement de seuils. Le solliciteur pourrait-il être présumé agir de concert avec son mandant<sup>1744</sup> ? Mandant et mandataire seraient alors tenus solidairement d'une éventuelle déclaration. Aux termes de l'article L. 233-10, « *sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société* ». Conférer un mandat de vote constitue sans aucun doute un accord en vue d'exercer des droits de vote. Encore faut-il qu'il soit conclu en vue de mettre en œuvre une politique commune ou d'obtenir le contrôle de la société. Il semble que cela ne puisse être le cas que si le mandataire a fait part de ses intentions de vote. À défaut d'être expressément formulées, il faudrait du moins qu'elles soient suffisamment claires pour qu'il puisse être considéré qu'il existe un objectif commun. Mais cela ne saurait suffire pour caractériser une volonté de mettre en œuvre une politique commune ou de prise de contrôle. D'abord, l'accord devrait être durable. Or il pourrait être soutenu que la sollicitation ne donne naissance qu'à un accord ponctuel, exclusif de la notion de concert. Mais l'argument n'est pas dirimant<sup>1745</sup>. Un mandat est certes un accord ponctuel mais il peut entraîner des conséquences pérennes, selon l'objectif du solliciteur. Les juges retiennent quoi qu'il en soit qu'un accord ponctuel n'est pas exclusif de la qualification de concert<sup>1746</sup>. D'autres constatations sont de nature à l'exclure de manière plus convaincante. Pour qu'il y ait concert, il faut qu'il y ait concertation<sup>1747</sup>. Or la simple acceptation du mandant suite à une sollicitation ne suffit pas à caractériser une concertation. Par exemple, le petit porteur, qui

---

<sup>1743</sup> ANSA, « Franchissement de seuils de participation : portée du principe d'assimilation à la possession d'actions soumises à déclaration », *préc.*

<sup>1744</sup> V. sur cette question, J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, « La prise de contrôle rampante », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* mai-juin 2000, p. 5 ; C. MAISON-BLANCHE et A. DE ROCHEBRUNE, « De nouvelles dispositions relatives aux assemblées générales des actionnaires », *Bull. Joly* 2011, p. 192 ; F. MARTIN-LAPRADE, *Concert et contrôle*, Préf. E. Scholastique, Ed. Joly, 2007, spéc. n° 566 et s. ; F. PELTIER, « Proxy fight et action de concert », *Rev. dr. banc. et fin.* août 2005, p. 87 ; S. TORCK, « Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire », *art. préc.*

<sup>1745</sup> Sur cette question, V. C. MAISON-BLANCHE, et A. DE ROCHEBRUNE, *préc.*

<sup>1746</sup> V. Cass. com. 27 oct. 2009, n° 08-18819, *Bull. civ. IV* 2009, n° 136, n° 08-17782 et n° 08-18779 ; *Bull. Joly* 2010, p. 158, note H. LE NABASQUE ; *Rev. sociétés* 2010, p. 112, note F. MARTIN-LAPRADE ; *L'essentiel Dr. contrats* déc. 2009, n° 11, p. 2, note A.-C. MULLER ; *RTD com.* 2010, p. 173, note N. RONTCHEVSKY ; *D.* 2009, p. 2836, note D. SCHMIDT. Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina, Dr. sociétés* oct. 2008, p. 39, note T. BONNEAU ; *Bull. Joly* 2009, p. 135, note H. LE NABASQUE ; *Rev. sociétés* 2008, p. 644, note F. MARTIN-LAPRADE ; *Rev. dr. banc. et fin.* mars 2008, p. 61, note J.-F. BRIARD ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 389, note B. ZABALA ; *RTDF* oct. 2008, p. 26, note E. BOURSIKAN et CH. CHARDON ; *RTD com.* 2008, p. 818, obs. N. RONTCHEVSKY ; *Dr. et patrimoine* juil.-août 2009, p. 95, note A.-C. MULLER.

<sup>1747</sup> D. SCHMIDT, « Action de concert », *Rép. Dalloz* sept. 2006, mise à jour juin 2012, n° 20 ; A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Ed. Francis Lefebvre, 4<sup>ème</sup> éd., 2010, n° 1463.

accepterait une offre de mandat formulée par un investisseur institutionnel visant à une prise contrôle, ne s'est aucunement concerté avec ce dernier. La caractérisation d'une politique commune suppose « *(une) stratégie que les concertistes déterminent ensemble pour la réalisation de leurs objectifs communs ou particuliers* »<sup>1748</sup>. Dans le cadre d'une sollicitation, la stratégie est propre au solliciteur : le mandant ne fait qu'accepter de la soutenir. Si elle n'exclut pas le concert, elle ne permet pas non plus de le présumer. Ajoutons que cette solution s'impose en opportunité : on ne pourrait faire peser la charge d'une obligation solidaire de déclaration sur un petit porteur qui conférerait mandat à un solliciteur.

Les mêmes propos peuvent être transposés aux offres publiques obligatoires. En effet, il est fait obligation à un actionnaire, agissant seul ou de concert, de déposer une offre publique lorsqu'il vient à franchir les seuils déterminés par l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier. Or aux fins du calcul des seuils de détention, cet article renvoie aux cas d'assimilation prévus en matière de franchissements de seuils, à quelques différences près<sup>1749</sup>. Les mêmes remarques peuvent donc être formulées ici. D'une part, l'existence d'un concert entre mandat et mandataire ne doit pas être présumée. D'autre part, les mandats discrétionnaires, et seulement eux, doivent être pris en compte pour le calcul du seuil. Il faut s'interroger sur le bien fondé de cette assimilation en matière d'offre publique obligatoire car cette obligation est plus lourde que celle de déclarer un franchissement de seuil. Il faut pour cela revenir à la finalité de ce dispositif : il vise à éviter les prises de contrôle rampantes et à protéger les actionnaires minoritaires en cas de changement de contrôle en leur garantissant une possibilité de sortie à un prix équitable<sup>1750</sup>. Or comme une acquisition de droits de vote par le biais d'une détention de titres, les procurations permettent au mandataire d'augmenter son pouvoir de vote et éventuellement de prendre le contrôle de la société. Ce n'est pas là la seule finalité qui peut être poursuivie par le solliciteur, mais c'est certainement la plus courante<sup>1751</sup>. À défaut de publication des intentions de vote du solliciteur, une volonté de prise de contrôle ne peut de toute manière pas être exclue. La prise en considération des mandats de vote discrétionnaires pour le calcul des seuils d'offre publique obligatoire est donc cohérente, même si l'on peut douter du bien-fondé de traiter différemment mandats discrétionnaires et mandats impératifs<sup>1752</sup>. Il est en revanche évident que l'application

---

<sup>1748</sup> D. SCHMIDT, *art. préc.*, n° 66.

<sup>1749</sup> V. *infra* n° 346 et s.

<sup>1750</sup> V. Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 *concernant les offres publiques d'acquisition*, considérant 9.

<sup>1751</sup> V. *supra* n° 283.

<sup>1752</sup> *Ibid.*

d'une telle disposition aux sollicitations est de nature à en dissuader l'usage<sup>1753</sup>, cet obstacle n'existant pas en droit américain.

### **γ. Le contrôle du respect des obligations des sollicitateurs**

**296. – Présentation.** L'efficacité de l'encadrement de l'appel public à mandat suppose un contrôle adéquat du respect des obligations mises à la charge du sollicitateur. Celui-ci est cependant peu satisfaisant, qu'il s'agisse de l'exercice du contrôle comme des sanctions encourues.

**297. – Exercice du contrôle.** L'encadrement des sollicitations pourrait donner lieu à un contrôle *a priori* ou *a posteriori*. Seul le second, c'est-à-dire l'intervention du juge pour sanctionner d'éventuels manquements, a été envisagé par le législateur. Pour qu'il puisse s'exercer correctement cependant, il aurait été bon d'imposer la conservation des instructions de vote pendant un temps minimal, logiquement trois ans, durée correspondant au délai de prescription. Il aurait également fallu mettre les actionnaires en mesure de contrôler le sens dans lequel leur droit de vote a été exercé – ne serait-ce que par une publication sur le site Internet du mandataire –, d'autant que le sollicitateur n'est pas tenu de communiquer ses intentions de vote. En outre, le contrôle *a posteriori* n'est pas le plus adapté. Une sollicitation affecte en effet non seulement la vie sociale mais également les marchés financiers, dont le fonctionnement peut être troublé. Un contrôle *a posteriori* est trop tardif pour qu'il puisse être remédié aux effets malencontreux d'un appel à mandat trompeur ou irrégulier. L'importance de l'impact potentiel d'une sollicitation impose un contrôle *a priori*. Remarquons néanmoins que l'AMF pourrait être amenée à contrôler indirectement les sollicitateurs lorsque ceux-ci appartiennent à une catégorie d'opérateurs financiers soumise à son contrôle<sup>1754</sup>. Elle pourrait également se saisir de pratiques irrégulières au vu des articles L. 225-106-1 et suivants, si ces irrégularités constituent par ailleurs une infraction aux règles de transparence relevant de la compétence de l'AMF. Quoi qu'il en soit, contrôler le respect des obligations mises à la charge des sollicitateurs, en cette qualité, n'est pas de sa compétence. En outre, les contrôles potentiels ne seraient effectués qu'une fois la sollicitation lancée et n'aboutiraient vraisemblablement qu'après l'exercice du vote. Son action se rapprocherait donc d'un contrôle *a posteriori*. Elle n'empêcherait pas des communications hasardeuses, trompeuses voire fausses, pendant la campagne de sollicitation. L'AMF, ni même l'émetteur, n'ont d'ailleurs à être mis au courant du lancement d'une campagne. La

---

<sup>1753</sup> On remarquera que cette acquisition temporaire de pouvoir ne pourrait pas faire l'objet d'une exemption de l'AMF au sens de l'article 234-4 du RG AMF. Cet article prévoit en effet que l'AMF peut accorder une dispense de déposer une offre publique obligatoire lorsque le dépassement est temporaire (pas plus de six mois) et ne vise pas à l'obtention ou l'accroissement du contrôle. Il est ajouté que les personnes concernées n'exercent pas les droits de vote correspondants, ce qui exclut le jeu de cette disposition en matière de sollicitation.

<sup>1754</sup> Art. L. 621-9 C. mon. fin.

réglementation américaine obligeant au dépôt préalable d'un document d'information auprès de l'autorité de régulation et lui conférant un pouvoir de contrôle paraît plus appropriée<sup>1755</sup>, en ce qu'elle garantit une protection minimale des actionnaires.

**298. – Les sanctions.** Le Code de commerce n'envisage qu'un contrôle *a posteriori* judiciaire. L'article L. 225-106-3 prévoit des sanctions dont la finalité paraît essentiellement dissuasive. Elles ne tendent pas à rétablir la situation qui aurait été celle de la société si les mandats contestés n'avaient pas été sollicités. La proposition de ne pas tenir compte des votes exercés par le sollicitateur lors de l'assemblée générale n'a en effet pas été retenue<sup>1756</sup>. La visée de ces sanctions est répressive et, en conséquence, dissuasive. Leur portée est toutefois limitée. L'article L. 225-106-3 dispose que le juge « *peut priver le mandataire du droit de participer en cette qualité à toute assemblée de la société concernée* », pendant un délai maximal de trois ans, en cas de non respect des obligations prévues aux troisième à septième alinéas de l'article L. 225-106-1 ou de celles prévues à l'article L. 225-106-2. Seul le mandant peut saisir le juge d'une telle demande. La société se voit reconnaître cette possibilité seulement en cas de non-respect des dispositions de l'article L. 225-106-2. Le juge peut en outre décider de la publication de la décision aux frais du mandataire. Cette disposition suscite plusieurs remarques.

En premier lieu, les manquements pouvant être sanctionnés sur ce fondement sont limités. En ce qui concerne les troisième à septième alinéas de l'article L. 225-106-1, ils ne régissent en effet que l'obligation faite au mandant de notifier *ab initio* d'éventuels conflits d'intérêts. Il faudrait en déduire qu'aucune privation des droits de vote n'est encourue lorsque le conflits d'intérêts est né en cours de mandat. Et l'existence d'une sanction dans ce cas – en cas d'absence de notification de l'apparition d'un conflit d'intérêts – n'est pas claire. Le texte prévoit, en cas de notification et d'absence de réponse du mandant, la caducité du mandat. Faut-il étendre cette solution à l'hypothèse de l'absence de notification *a fortiori*? Cela n'est pas certain puisque la notification n'aurait pas nécessairement conduit à la révocation de la procuration. La solution qui menace la validité des assemblées ne devrait en outre pas être étendue exagérément. Quant à l'article L. 225-106-2, il comporte deux obligations. D'une part, le sollicitateur doit rendre publique sa politique de vote. D'autre part, s'il publie ses intentions de vote, il doit exercer les procurations reçues sans instructions de vote conformément aux intentions publiées. Le non-respect des instructions de vote peut donner lieu à application de la sanction prévue par l'article L. 226-105-3. En est-il de même du non-respect de la politique de vote? Le principe d'interprétation stricte des

---

<sup>1755</sup> V. les propositions formulées par un auteur, avant l'adoption de l'ordonnance : C. CLERC, « L'appel public à mandat », *art. préc.*

<sup>1756</sup> ANSA, « Droit des actionnaires : transposition de la directive européenne – Projets d'ordonnance et de décret », *préc.*



textes répressifs commande de ne pas étendre la sanction à ce qui n'est pas expressément prévu par le texte. On en déduit que le non-respect de sa politique de vote, même injustifié<sup>1757</sup>, par le solliciteur ne saurait donner lieu à une privation des droits de vote<sup>1758</sup>. Le premier alinéa de l'article L. 225-106-2 ne fait en effet que prescrire la publication d'une politique de vote sans en exiger le respect. Seule la non-publication pourrait donc être sanctionnée. La responsabilité civile du solliciteur pourrait néanmoins être engagée. Une sanction fondée sur la diffusion de fausses informations pourrait également être encourue.

En deuxième lieu, l'action n'est ouverte que restrictivement au mandant ou, dans certains cas, à la société. Le mandant aura rarement intérêt à se lancer dans une procédure judiciaire longue et couteuse. Il le fera peut-être s'il est un investisseur institutionnel détenant une part significative du capital, mais un particulier détenant quelques actions ne s'investira pas dans une telle procédure. Cette action est encore ouverte à la société lorsqu'est en jeu non une violation des dispositions relatives aux conflits d'intérêts mais un manquement aux obligations de publier une politique de vote ou de respecter les intentions de vote publiées. La société engagera toutefois là encore rarement une telle action. D'abord, elle n'a pas à être informée d'une éventuelle sollicitation. Elle n'est donc pas toujours la mieux à même d'apprécier le respect des obligations mis à la charge du solliciteur. Ensuite, il ne sera pas nécessairement opportun pour la direction en place d'initier une procédure judiciaire qui risquerait d'aggraver ses relations avec un investisseur auquel elle peut de nouveau avoir affaire dans le futur<sup>1759</sup>. Enfin, si le solliciteur parvient à obtenir un changement de contrôle, il est évident que la société n'exercera pas une telle action. Il est donc probable que l'article L. 225-102-3 ait vocation à demeurer lettre morte.

En troisième lieu, l'étendue de la sanction est limitée. L'article L. 225-102-3 édicte, en effet, que le juge « *peut priver le mandataire du droit de participer en cette qualité à toute assemblée de la société concernée* ». Il s'agit donc d'une privation facultative des droits de vote. Or le caractère dissuasif d'une privation de droits de vote tient essentiellement à son automaticité : c'est ce qu'a démontré l'expérience de la privation en matière de franchissement de seuils. Il faut néanmoins convenir que la mise en œuvre d'une sanction automatique aurait été délicate. L'existence d'un conflit d'intérêts peut en effet être sujette à interprétation. De même, si les grandes lignes de la politique de vote sont imposées par des dispositions réglementaires, son contenu demeure très libre. Il existe donc une marge d'appréciation quant au respect des dispositions légales, qui rend une privation automatique du droit de vote peu adaptée. De manière plus significative, la sanction est

---

<sup>1757</sup> V. *supra* n° 292.

<sup>1758</sup> V. en ce sens, B. LECOURT, *art. préc.* Semblant opter pour l'application de l'article L. 225-106-3 en cas de violation de la politique de vote : A. OMAGGIO, *art. préc.*

<sup>1759</sup> En ce sens, A. OMAGGIO, *art. préc.*

de portée réduite puisque le mandataire n'est pas privé des droits de vote attachés aux actions dont il est propriétaire : il lui est seulement interdit de se voir conférer des procurations à l'avenir et pour un temps défini. Là encore, le rôle dissuasif de la sanction est discutable. En outre, elle ne sera généralement prononcée qu'une fois l'assemblée achevée et les droits de vote exercés. Le solliciteur aura donc réussi à mener à bien sa stratégie et la sanction ne vaudra que pour l'avenir, alors qu'il est peu probable qu'un même opérateur procède à plusieurs sollicitations consécutives pour une même société. A moins cependant que la disposition ait vocation à s'appliquer aux intermédiaires qui se livreraient à de telles opérations. Dans ce cas, leur activité pourrait les amener à exercer des mandats pour le compte de leurs clients dans la société concernée à l'avenir, et la sanction retrouverait sa force.

Les sanctions prévues par l'article L. 225-106-3 s'avèrent donc peu dissuasives. Un manquement pourrait toutefois être appréhendé sur d'autres fondements. D'une part, la responsabilité civile du solliciteur pourrait être engagée. D'autre part, si les sollicitations ont un effet sensible sur le marché, il n'est pas exclu qu'un manquement aux obligations édictées par les articles L. 225-106-1 et L. 225-106-2 puisse constituer une information fautive ou trompeuse qui expose le solliciteur à une sanction pénale ou administrative<sup>1760</sup>. Une autre question doit être posée : l'irrégularité de la sollicitation pourrait-elle engendrer la nullité des délibérations adoptées lors de l'assemblée générale ? L'article L. 235-1 édicte que la nullité des délibérations ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du livre II du Code de commerce (ou d'une disposition expresse pour les délibérations modifiant les statuts) ou des lois qui régissent les contrats. L'article L. 235-2-1 énonce : « *Les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions peuvent être annulées* ». Les articles L. 225-106-1 et L. 225-106-2 sont sans aucun doute impératifs, au sens où il n'est pas possible d'y déroger. Il n'est néanmoins pas certain que ce soit là le sens que le législateur ait entendu conférer à ce terme. Certains auteurs optent plutôt pour une interprétation du terme impératif au sens de fondamental<sup>1761</sup>, ce qui donnerait au juge un large pouvoir d'interprétation. La possibilité d'obtenir l'annulation des délibérations ne modifiant pas les statuts sur le fondement d'une violation d'une disposition impérative du livre II demeure donc incertaine. Quant à l'annulation de délibérations modifiant les statuts, elle est exclue sur le fondement d'une disposition expresse puisqu'il n'en existe pas. L'article L. 235-2-1 est-il plus approprié ? Les articles L. 225-106-1 et L. 225-106-2 intéressent sans conteste le droit de vote. Une interprétation souple de l'article L. 235-2-1 pourrait donc permettre l'annulation d'une délibération en cas de violation de ces dispositions et si celle-ci a eu

---

<sup>1760</sup> Art. L. 465-2 C. mon. fin. et art. 632-1 RG AMF.

<sup>1761</sup> J.-P. LEGROS, « La nullité des décisions de sociétés », *Rev. sociétés* 1991, p. 275. V. égal. J. HEMARD, F. TERRE et P. MABILAT, *Sociétés commerciales*, préc., t. 3, n° 732 ; D. GRILLET-PONTON, « La méconnaissance d'une règle impérative de la loi, cause de nullité des actes et délibérations des organes de la société », *Rev. sociétés* 1984, p. 259.

un impact notable sur le résultat des votes. Un doute existe néanmoins. En effet, peut-on affirmer que ces dispositions « *régissent* les droits de vote attachés aux actions » ? Ne faudrait-il pas limiter le champ d'application de cet article aux dispositions qui ont trait à l'attribution des droits de vote, à leur suspension ou à leur répartition ? L'examen de la jurisprudence est de peu d'utilité car les décisions faisant application de cet article sont rares. Ne pourrait-on également sanctionner certaines violations sur le fondement du droit des contrats aux termes de l'article L. 235-1 ? Cette disposition est généralement entendue comme faisant référence à la violation des règles générales de validité des contrats et notamment au vice ou au défaut de consentement. On ne pourrait toutefois déduire du non-respect de la politique de vote, de l'absence de déclaration des conflits d'intérêts, ou du non respect des intentions de vote émises, un vice du consentement, dol ou erreur, du mandant. En effet, si un vice était caractérisé, il n'atteindrait que le consentement au mandat mais non à la délibération sociale. L'annulation du mandat pourrait en revanche entraîner la nullité des délibérations adoptées sur le fondement de l'article 235-2-1<sup>1762</sup>, puisqu'une personne dépourvue du droit de vote l'a exercé. Mais celle-ci ne serait que facultative. On conçoit, dans ces conditions, qu'une annulation est improbable.

En conclusion, les sanctions encourues par le solliciteur manquant à ses obligations sont peu dissuasives et permettront difficilement l'annulation de délibérations irrégulièrement adoptées.

## **δ. Les obstacles au développement des sollicitations**

**299. – Présentation.** L'encadrement des sollicitations en droit français demeure encore imparfait. Il n'en résultera cependant pas nécessairement une utilisation débridée de cet outil de prise de pouvoir. Les carences de la réglementation contribuent en effet à créer une insécurité qui peut s'avérer dissuasive. La question de la rémunération du solliciteur notamment soulève des incertitudes. Surtout, un appel public à mandat suppose que le solliciteur puisse identifier les actionnaires. Or le législateur n'a pas abordé cette question.

---

<sup>1762</sup> Rapp. F. MANSUY, « Assemblées d'actionnaires – Règles communes à toutes les assemblées – Composition de l'assemblée », *J.-cl. sociétés traité*, fasc. 136-10, 15 oct. 2006, n° 91 : « (...) Si l'article L. 225-121 du Code de commerce sanctionne par la nullité les délibérations prises par les assemblées en violation de certaines règles de forme et de compétence, il ne prévoit pas cette sanction en cas d'irrégularités affectant la composition des assemblées. Cependant, l'article L. 235-2-1 du Code de commerce, issu de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 et modifié par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, qui précise que les délibérations prises en violation des dispositions régissant le droit de vote attaché aux actions peuvent être annulées, a vocation à s'appliquer dans la mesure où les irrégularités relatives à la composition des assemblées retentissent sur le vote des délibérations ».

**300. – La rémunération du sollicitateur.** L'article L. 242-9 du Code de commerce réprime pénalement « le fait de se faire accorder, garantir ou promettre des avantages pour voter dans un certain sens ou pour ne pas participer au vote, ainsi que le fait d'accorder, garantir ou promettre ces avantages ». Cela invite à se demander dans quelle mesure une personne peut se faire rémunérer pour procéder à une sollicitation de mandats.

Il est souvent affirmé, en effet, que la réglementation des sollicitations a été édictée en considération des agences de conseil en vote<sup>1763</sup>. Jusqu'à présent, ces agences fournissaient essentiellement leurs services aux investisseurs institutionnels<sup>1764</sup>. Elles émettaient à leur intention des recommandations de vote<sup>1765</sup>, les investisseurs institutionnels exerçant ensuite eux-mêmes le droit de vote, souvent par correspondance. L'encadrement de l'appel public à mandat pourrait leur permettre de développer une activité nouvelle : elles pourraient désormais voter directement pour le compte des investisseurs institutionnels, puisque le mandataire n'a plus à être nécessairement un actionnaire ou le conjoint de l'actionnaire, et surtout solliciter des mandats pour leur compte. Rien n'exclut qu'elles le fassent pour leur propre compte, on voit mal néanmoins quel en serait l'intérêt. L'appel public à mandat lancé pour le compte d'investisseurs institutionnels serait, lui, intéressant car rémunéré. Elles pourraient encore exercer contre rémunération les droits de vote appartenant à des sociétés de gestion devant voter ou expliquer l'absence d'exercice de leur vote. La combinaison de ces pratiques et de la prohibition posée à l'article L. 242-9 du Code de commerce est toutefois délicate.

Une première interrogation se pose : un mandataire peut-il être rémunéré pour voter en assemblée ? Si l'on devait interpréter littéralement l'article L. 242-9 du Code de commerce, il faudrait considérer que, ce faisant, le mandataire se fait accorder un avantage pour voter dans un certain sens, du moins lorsque le mandat donné est impératif ou partiellement impératif. Une telle interprétation paraît toutefois inexacte. La disposition vise, en effet, à empêcher qu'une personne « n'achète » des droits de vote : on ne peut payer un actionnaire pour qu'il exerce ses propres droits de vote dans un sens qui lui serait dicté<sup>1766</sup>. Or ici, le mandataire ne ferait qu'exercer les droits de vote attribués à son mandant, au nom et pour le compte de ce dernier, et il serait rémunéré par celui-ci. Il n'est en aucun cas question d'achat de droits de vote. Une interprétation

---

<sup>1763</sup> V. par ex. V. MAGNIER, « Nouvelles mesures en faveur de la démocratie actionnariale dans les sociétés cotées », *art. préc.* ; B. LECOURT, « Proposition revisitée de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive n° 2004/109/CE », *art. préc.*

<sup>1764</sup> V. Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote ; Groupe de travail présidé par Y. Mansion, *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, rapp. préc.*, p. 33 et 34.

<sup>1765</sup> Sur le rôle des agences de conseil en vote, V. S. CHOI et J. FISCH, « The Power Of Proxy Advisors: Myth Or Reality? », *Emory L.J.* (59), 2010, 869.

<sup>1766</sup> V. P. et PH. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Economica, 2011, n° 384.

littérale aboutirait en outre à réprimer les mandats onéreux impératifs mais non les mandats onéreux discrétionnaires, ce qui aurait peu de sens car les premiers sont plus respectueux de la volonté du mandant que les seconds. En conclusion, l'article L. 242-9, dans son esprit, ne s'oppose pas à ce qu'un mandat soit exercé à titre onéreux. Mais une clarification aurait été souhaitable. Néanmoins, l'admission de l'exercice de mandats contre rémunération soulève la question de la réglementation de l'activité des mandataires professionnels. Or il n'existe aucune disposition spéciale en la matière, si ce n'est une recommandation de l'AMF sur les agences de conseil en vote<sup>1767</sup>, qui n'aborde toutefois que le conseil et non l'exercice des droits de vote. L'absence d'encadrement de cette activité pourrait d'ailleurs inciter les juges à une interprétation littérale de l'article L. 242-9. Une clarification quant à l'application de cette disposition à la rémunération des mandataires devrait ainsi s'accompagner d'un encadrement de l'activité des mandataires professionnels, essentiellement des agences de conseil en vote, visant notamment à prévenir les conflits d'intérêts et à s'assurer de la transparence de leurs pratiques.

Une autre interrogation se pose. Un mandataire peut sans doute être rémunéré pour exercer le droit de vote appartenant à son mandant. Mais ce dernier peut-il le rétribuer pour qu'il exerce en qualité de mandataire des droits de vote appartenant à d'autres actionnaires, et plus précisément pour qu'il sollicite des mandats en son propre nom ? Si le solliciteur affiche clairement que les mandats ne sont pas sollicités pour son compte et si les conflits d'intérêts que connaît ou pourrait être amené à connaître l'initiateur de la sollicitation sont dévoilés, la pratique ne paraît pas illégitime. Néanmoins et contrairement au droit américain, aucune disposition ne permet d'assurer qu'il en soit ainsi, l'article L. 225-106-2 n'envisageant pas cette hypothèse. Au demeurant, l'article L. 242-9 paraît ici s'y opposer<sup>1768</sup>. La pratique se rapproche d'un achat de votes. L'initiateur paie un tiers à la société afin qu'il récolte des mandats et qu'il exerce les droits de vote ainsi obtenus dans un sens déterminé. Pour sécuriser le recours à un intermédiaire pour effectuer un appel public à mandat, il vaudrait mieux alors que celui-ci n'effectue pas la sollicitation en son nom mais en celui de l'initiateur. Il se chargerait des actes matériels de sollicitation tandis que les mandats obtenus seraient libellés au nom de l'initiateur. Là encore, une telle hypothèse n'est pas envisagée par le droit français. Or il aurait été bon que, dans de telles situations, les obligations de transparence imposées au solliciteur incombent également à l'intermédiaire. Sa responsabilité en cas de manquement à ses obligations aurait également dû faire l'objet d'une disposition spéciale. Relevons, par ailleurs, que si les mandats sont adressés au solliciteur et non à l'intermédiaire, ce dernier ne pourra les exercer. Cela supposerait sinon que le

---

<sup>1767</sup> Recommandation AMF n° 2011-06, *préc.* V. égal. D. MARTIN et C. FALLET, « Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote », *Actes prat. ing. soc.* juill.-août 2011, p. 1.

<sup>1768</sup> V. sur cette question C. CLERC, *art. préc.*

solliciteur lui accorde un sous-mandat, possibilité expressément exclue par l'article R. 225-79 alinéa 1.

La réglementation des sollicitations demeure donc lacunaire ce qui constitue une entrave au développement de la pratique.

**301. – L'identification des actionnaires.** De la même manière, les moyens de diffusion des sollicitations ne sont pas envisagés par les dispositions nouvelles. Les medias constituent une voie efficace qu'un solliciteur, quel qu'il soit, peut emprunter. Solliciter les actionnaires en personne, en revanche, demeure largement réservé aux dirigeants en place. Cela suppose en effet que le solliciteur soit mis à même d'identifier les actionnaires<sup>1769</sup>. Or s'il existe aujourd'hui des moyens pour la société d'y parvenir, cela s'avère plus délicat pour un actionnaire minoritaire ou un tiers à la société.

La société, et donc les dirigeants en place, connaissent les actionnaires au nominatif. Ils peuvent également identifier les actionnaires au porteur en usant de la procédure prévue par l'article L. 228-2 du Code de commerce. Le plus souvent, par ailleurs, les sociétés solliciteront les réseaux bancaires contre rémunération afin que les actionnaires soient incités à voter ou à donner procuration.

Il n'existe en revanche aucune disposition spécifique permettant aux solliciteurs dissidents d'accéder à la liste des actionnaires. Il faut donc s'en remettre au droit commun. Deux procédés d'identification existent. D'une part, les articles L. 225-116 et R. 225-90 donnent droit à tout actionnaire d'obtenir copie de la liste des actionnaires au nominatif, que la société doit mettre à leur disposition 16 jours au moins avant l'assemblée générale. D'autre part, un actionnaire peut accéder aux listes de présence aux assemblées des trois exercices précédents aux termes de l'article L. 225-117. Un actionnaire ne pourrait en revanche prétendre bénéficier du produit de la mise en œuvre d'une procédure d'identification des propriétaires de titres au porteur. L'article L. 228-2 interdit en effet à la société de céder les informations obtenues même à titre gratuit, sous peine de sanction pénale<sup>1770</sup>. Ceci appelle plusieurs remarques. Concernant les actionnaires détenant des titres au nominatif, le délai de 16 jours est extrêmement bref pour permettre une procédure de sollicitation, du moins si l'on se fonde sur la pratique américaine qui consiste à contacter les actionnaires à grande échelle pour leur communiquer une formule de procuration et

---

<sup>1769</sup> V. sur cette question, J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, « La prise de contrôle rampante », *préc.*, spéc. p. 8 ; A. OMAGGIO, *art. préc.*, spéc. n° 35.

<sup>1770</sup> Art. L. 228-2 III C. com. et art. 226-13 CP.

les informations nécessaires à la compréhension des propositions émises. Concernant ceux détenant des actions au porteurs, l'information obtenue ne procure pas une image fidèle de l'actionnariat de la société, qui aura certainement évolué. Par ailleurs, cette information n'est offerte qu'aux actionnaires. Or un solliciteur pourrait ne pas avoir cette qualité. Et il n'est pas certain dans ce cas qu'un actionnaire soit autorisé à lui communiquer les informations qu'il aurait obtenues. Il en a va, en effet, du respect du droit à la vie privée<sup>1771</sup>.

L'identification des actionnaires en vue de lancer un appel public à mandat est donc peu aisée et la pratique risque d'en être entravée. Un système inspiré du droit américain, permettant notamment au solliciteur de demander à la société d'envoyer son matériel de sollicitation moyennant finance, aurait été pertinent. À défaut, des campagnes par voie de presse et par l'utilisation de moyens électroniques demeurent envisageables.

**302. – Conclusion.** L'analyse de la réglementation française de l'appel public à mandat et sa comparaison avec la législation américaine font apparaître son caractère encore rudimentaire<sup>1772</sup>.

Le trouble que suscite ces dispositions nouvelles paraissent essentiellement provenir de leur champ d'application incertain. Le terme de « sollicitation active » renvoie à première vue aux sollicitations que le droit américain connaît, notamment à la pratique des batailles de procurations. L'encadrement de cette pratique quasiment inusitée en France pourrait faciliter son développement. Et on peut s'interroger sur la légitimité de ce mécanisme qui permet à un actionnaire d'obtenir à bon compte un pouvoir de vote non négligeable, pouvant s'acquérir au détriment d'autres actionnaires sinon majoritaires. Les sollicitations dissidentes sont en outre un facteur d'instabilité, troublant activité sociale et marchés financiers. Mais si l'on entend ainsi le terme de « sollicitation active », les dispositions paraissent couvrir non seulement les sollicitations dissidentes mais également les sollicitations provenant de l'émetteur. C'est à un tel résultat qu'aboutirait une interprétation stricte des textes. Il est douteux toutefois que cela corresponde à

---

<sup>1771</sup> V. Groupe de travail présidé par Y. Mansion, *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France*, préc., p. 32 ; J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, « La prise de contrôle rampante », préc., spéc. p. 8. Rappr. *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Bruxelles, 5 avril 2011, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_fr.htm), spéc. p. 50 : « *The majority of the Reflection Group is of the opinion that there is no good reason why the identity of its shareholders should be kept from the company. However, this does not mean that the company is free to share these particulars with third parties. On the contrary, in principle such information should be treated as confidential and may only be used for communications directly associated with information that normally is to be shared between the company and its shareholders* ». (Trad. libre : « La majorité du groupe de réflexion considère que rien ne justifie que l'identité des actionnaires ne soit connue que de la société. Cependant, cela ne signifie pas que la société est libre de partager ces données avec des tiers. Au contraire, une telle information devrait être considérée, en principe, comme confidentielle et ne pourrait être utilisée que pour procéder à des communications concernant directement des informations normalement partagées par la société avec ses actionnaires »).

<sup>1772</sup> Pour des propositions d'amélioration, V. *infra* n° 511.

la volonté de leurs rédacteurs. C'est là une première incertitude quant au champ d'application exact des textes. A l'analyse de la réglementation, en outre, il paraît parfois que celle-ci ne s'adresse pas aux sollicitateurs tels que le droit américain les connaît, mais à des mandataires professionnels. Plus précisément, elle pourrait viser les agences de conseil en vote, qui contrairement à la pratique actuelle, ne se satisferaient plus à l'avenir de conseiller leurs clients mais exerceraient directement les droits de vote appartenant à ces derniers, qui seraient confiés aux agences en vertu d'une procuration. La définition de la sollicitation n'aiguille toutefois pas spécialement son lecteur dans cette voie. On peut se demander en outre pourquoi le terme de sollicitation aurait été utilisé pour désigner l'activité éventuelle de mandataires professionnels, alors qu'il désigne à l'étranger une pratique différente. On pourrait également s'interroger sur la cohérence d'une réglementation d'une pratique encore inexistante qui émanerait des agences de conseil en vote, alors que leur activité traditionnelle demeure quant à elle quasiment non encadrée<sup>1773</sup>.

Quoi qu'il en soit, on ne peut que constater que la sollicitation telle que définie par les textes pourrait englober l'ensemble de ces pratiques – sollicitations dissidentes, sollicitations émanant de l'émetteur, exercice du vote suite à l'octroi de mandats à titre professionnel. Or il n'est pas approprié de les soumettre, toutes, à un même régime car leurs enjeux sont différents. Dans les deux premiers cas, l'objectif est entièrement politique : le sollicitateur recherche l'exercice du pouvoir. Dans le troisième cas, le mandataire ne se présente que comme un intermédiaire au service de ses clients, ne poursuivant lui-même aucun but politique.

La réglementation actuelle est donc trop incertaine et embryonnaire pour permettre un encadrement approprié des sollicitations. Mais paradoxalement, le caractère lacunaire du dispositif, ainsi que l'existence de règles de mise en œuvre parfois difficile dans le cadre d'une sollicitation de grande ampleur – telle l'exigence de l'envoi d'une lettre recommandée en cas de survenance d'un conflit d'intérêts<sup>1774</sup> –, pourrait s'avérer un frein appréciable au développement des sollicitations.

Les sollicitations de mandat sont ainsi avec le vote des actionnaires étrangers deux situations où l'utilisation de la technique de représentation peut susciter des difficultés, permettant au représentant d'exercer le droit de vote sans considération de l'intérêt de son titulaire.

---

<sup>1773</sup> V. *infra* n° 511 et s.

<sup>1774</sup> Art. R. 225-82-1 C. com.



## Section 2 – L'accès occulte au droit de vote

**303.** – Au-delà des hypothèses de représentation, certaines pratiques permettent à des tiers à la société d'accéder de manière occulte au droit de vote, en exerçant le droit de vote attribué à d'autres ou en influençant son exercice. Il convient d'aborder en premier lieu le cas de l'autocontrôle. En théorie, une société ne peut s'autocontrôler en exerçant des droits de vote au sein de sa propre assemblée ou en les faisant exercer par une filiale. Les dispositions légales ne permettent toutefois pas d'englober l'intégralité des pratiques qui visent à l'obtention d'un tel résultat. Plus problématiques sans doute, les prises de contrôle rampantes à l'aide d'instruments dérivés ou de transferts temporaires de titres permettraient également un accès occulte au droit de vote, à défaut d'encadrement suffisant.

L'autocontrôle (I) et les prises de contrôle rampantes (II) seront abordés successivement.

### I- L'autocontrôle

**304.** – Il n'y aurait pas de sens à ce qu'une société vote au sein de ses propres assemblées ou que les sociétés qu'elle contrôle exercent un pouvoir en son sein<sup>1775</sup>. Le législateur s'est attelé à prévenir ces situations. Pourtant, le champ d'application des dispositions relatives à l'autocontrôle est trop restreint pour appréhender l'intégralité des pratiques permettant une autodétention ou des participations croisées, de telle sorte qu'il n'est pas exclu que les droits de vote attachés à des actions autocontrôlées soient exercés (A). En outre, la société détenant des actions autocontrôlées pourrait faire revivre les droits de vote attachés aux titres en les transférant à des tiers, tout en influant sur leur exercice (B).

#### A- Le champ d'application limité des dispositions régissant l'autocontrôle

**305. – Présentation – Difficultés subsistantes.** L'autocontrôle, au sens large, englobe les hypothèses d'autodétention et de participation réciproque<sup>1776</sup>. Les difficultés soulevées par l'autocontrôle ont déjà été présentées<sup>1777</sup> : pour ce qui regarde le vote, elles tiennent essentiellement à l'absence d'indépendance du titulaire du droit de vote. Plus précisément, en matière de participations réciproques, l'influence de la société-mère sur la filiale fait douter de

---

<sup>1775</sup> V. *supra* n° 98.

<sup>1776</sup> V. A. COURET, « L'autocontrôle », *Rev. jur. com.* nov. 1990, numéro spécial, *La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions*, n° 11, p. 55 : « (...) Il y a autocontrôle lorsqu'une société assure son propre contrôle soit par la détention directe de ses actions, soit par l'intermédiaire d'une ou plusieurs sociétés dont elle détient elle-même directement ou indirectement le contrôle ».

<sup>1777</sup> V. *supra* n° 98.

l'exercice indépendant du droit de vote de cette dernière au sein de la première. Dans l'autodétention, l'associé et la société ne font plus qu'une même personne ce qui fait perdre tout sens à l'exercice des droits politiques. L'exercice du droit de vote au nom de la société n'est alors déterminé que par les dirigeants sociaux. Si le droit de vote était exercé, il y aurait dissociation de fait entre aléa et vote. Le législateur a toutefois encadré ces pratiques afin que cette situation ne puisse se produire. Longtemps, le principe est demeuré l'interdiction de l'autodétention. Celle-ci est aujourd'hui possible, dans certaines hypothèses<sup>1778</sup>. Lorsqu'elle est autorisée, elle est néanmoins strictement encadrée : le droit de vote ne peut être exercé, de même que les dividendes ne peuvent être perçus<sup>1779</sup>. Quant aux participations réciproques<sup>1780</sup>, elles sont également limitées puisqu'une société ne peut posséder d'actions d'une autre si cette dernière détient plus de 10 % de son capital<sup>1781</sup>. À défaut, les actions doivent être cédées et dans l'attente, elles sont privées de droit de vote. En outre, si une société détient directement ou indirectement le contrôle d'une autre, les droits de vote attachés aux actions que cette dernière détient dans la première sont suspendus<sup>1782</sup>. Malgré ces dispositions, un certain nombre de difficultés subsistent.

Mentionnons au préalable que ces dispositions ne sont applicables qu'aux sociétés par actions<sup>1783</sup>. Dans les sociétés à responsabilité limitée, l'achat par la société de ses parts est expressément interdit, à moins qu'il ne soit fait en vue d'une réduction de capital<sup>1784</sup>. Dans les autres cas et dans les autres sociétés, des participations réciproques ou une autodétention de parts sociales seraient donc licites<sup>1785</sup>. Cette situation paraît, cependant, de peu d'utilité, en ce qui

---

<sup>1778</sup> La loi du 2 juillet 1998 *portant diverses dispositions d'ordre économique et financier* a inversé le principe traditionnel d'interdiction dans les sociétés cotées (Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. V. notamment, A. COURET, « Le rachat par une société de ses propres actions », *Defrénois* 1999, n° 20, p. 1089 ; Y. REINHARD, « Le rachat par la société de ses propres actions », *RTD com.* 1999, p. 139 ; N. RONTCHEVSKY, « Dispositions en matière de droit des sociétés et de droit boursier de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier », *RTD com.* 1998, p. 878 ; A. VIANDIER, « Le rachat d'actions après la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 (art. 41) », *RJDA* 1998, n° 7, p. 190 ; M.-C. DE NAYER, « Le rachat d'actions », *Bull. Joly bourse* 1998, p. 597. V. égal. J.-J. DAIGRE, « L'autodétention du capital social », in *Quel avenir pour le capital social*, sous la direction de A. Couret et H. Le Nabasque, Dalloz, 2004, p. 11) ; F. DRUMMOND, P. GISSINGER, H. ISRAEL et S. TATAR, « Le rachat d'actions », *Act. prat. ing. soc.* sept.-oct. 2005, p. 5. La solution a été étendue aux sociétés dont les titres sont admis sur un système multilatéral de négociation et aux sociétés non cotées. Demeurent interdits la souscription (art. L. 225-206 al. 1 C. com.) et la prise en gage par une société de ses propres actions (art. L. 225-215), ainsi que les prêts ou les sûretés consentis par une société pour l'achat ou la souscription de ses propres actions, dans certaines conditions (art. L. 225-216).

<sup>1779</sup> Art. L. 225-210 al. 4.

<sup>1780</sup> V. sur cette question : R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 526 et s.

<sup>1781</sup> Lorsque l'une d'elle est une société par actions. Art. L. 233-29 et L. 233-30.

<sup>1782</sup> Art. L. 233-31 C. com.

<sup>1783</sup> Les articles L. 233-29 et s. sur les participations réciproques visent les sociétés par actions. Les articles L. 225-210 et s. sont applicables aux sociétés anonymes et par renvoi aux sociétés en commandite par actions (L. 226-1) et aux sociétés par actions simplifiées (L. 227-1). V. sur ce point, A. COURET, « La mise en œuvre des nouvelles dispositions sur l'autocontrôle », *Bull. Joly* 1991, p. 789.

<sup>1784</sup> Art. L. 223-34 al. 4 C. com.

<sup>1785</sup> V. en ce sens, R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 517. L'autosouscription de parts sociales est en revanche sujette à caution du fait du caractère fictif de l'opération : la société pourrait augmenter ainsi son capital indéfiniment

concerne le droit de vote. Il faut, en effet, se souvenir que dans les sociétés fermées, le vote par tête prédomine. Dès lors, contrairement à la situation des sociétés qui adoptent le principe de proportionnalité, les jeux sur les droits de vote sont limités. En outre, la procédure obligatoire d'agrément limite l'utilisation de ces techniques. De même, l'autodétention et les participations réciproques ont une utilité particulière dans les sociétés ouvertes car elles favorisent la maîtrise de l'actionnariat et peuvent constituer une défense anti-OPA efficace<sup>1786</sup>. Ce besoin n'existe évidemment pas dans les sociétés fermées. Ces mécanismes peuvent également constituer des outils de gestion financière lorsque les actions sont cotées. Cette utilité disparaît encore dans les sociétés fermées. Ces pratiques ne sont donc pas prohibées lorsqu'elles portent sur des parts sociales, mais cela s'explique par le manque d'intérêt qu'elles présentent.

Une autre difficulté, souvent soulignée, résulte de l'absence de suppression du droit de vote en cas de participations réciproques. En effet, les articles L. 233-29 et L. 233-30 interdisent l'autocontrôle lorsqu'une société possède plus de 10 % du capital d'une autre. Pour autant, deux sociétés peuvent conserver des participations réciproques inférieures à 10 %, tout en continuant d'exercer les droits de vote attachés aux actions ainsi détenues. Il est en outre aisé de contourner ces dispositions par des participations indirectes circulaires ou croisées<sup>1787</sup>. Les participations réciproques indirectes, en effet, ne sont réglementées que lorsque la société dont les actions sont détenues contrôle la société qui les détient. Les propositions d'interdiction du rachat de titres par le biais d'une filiale ou d'une sous-filiale ont pourtant jusqu'à présent échoué<sup>1788</sup>.

---

sans avoir à rien déboursier. Elle avait été prohibée par la jurisprudence à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle en l'absence de texte. La solution devrait être maintenue dans les sociétés de personnes où il n'existe aujourd'hui aucun texte. V. R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 9.

<sup>1786</sup> V. par ex. COB, B. ESAMBERT, *Rapport sur le rachat par les sociétés de leurs propres actions*, janv. 1998, p. 11, disponible sur le site <http://www.amf-france.org>; F.-D. POITRINAL « L'intérêt pratique des actions d'autocontrôle après le 1<sup>er</sup> juillet 1991 », *Les Petites aff.* 4 octobre 1991, p. 18; A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, éd. Francis Lefebvre, 4<sup>ème</sup> éd., 2010, n° 484 et s. V. cependant TC Paris 16 mars 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 526, note M. JEANTIN, qui annule la cession d'actions d'autocontrôle à un chevalier blanc en période d'offre publique. V. égal. TC Paris 30 août 1989, *JCP éd. E*, 1990, II, 15677, obs. A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN, spéc. n° 17. Le principe demeure cependant la libre cessibilité des actions d'autocontrôle, hors offre publique: V. Paris, 14<sup>e</sup> ch. A, 15 mars 2000, *Affaire Atticus / groupe André*, *D.* 2000, p. 303, note M. BOIZARD; *RTD com.* 2000, p. 675, note J.-P. CHAZAL et Y. REINHARD; *Bull. Joly* 2000, p. 625, note A. COURET; *RTD com.* 2000, p. 694, note CH. GOYET; *D.* 2000, p. 477, note J.-CL. HALLOUIN; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 323, note N. RONTCHEVSKY; *JCP éd. E* 2000, p. 1046, note A. VIANDIER.

<sup>1787</sup> D. LACHAT, « Les cascades d'autocontrôle: une réponse à l'amendement Dailly », *art. préc.*; « L'autocontrôle après l'amendement Dailly », *art. préc.* V. égal. « Autocontrôle de fait d'une SA à travers le contrôle du gérant commandité d'une SCA actionnaire – Privation de vote », *Bulletin ANSA* juin-juil. 2000, n° 50, n° 3037 bis, p. 14.

<sup>1788</sup> V. B. ESAMBERT, *rapport préc.*, p. 42 et J.-J. DAIGRE, « Le rachat par les sociétés de leurs propres actions – présentation et commentaire du rapport de M. Esambert », *Rev. dr. banc. et bourse* janv.-fév. 1998, p. 3. V. égal. pour une suppression de l'autocontrôle: R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 528 et s. qui relève que l'autocontrôle a perdu toute légitimité du fait de la libéralisation du rachat d'actions.

Un problème plus complexe tient au fait que des mécanismes distincts du transfert de propriété pourraient être utilisés à des fins d'autocontrôle : le démembrement de propriété et la location d'actions. Les transferts temporaires, dont les aliénations fiduciaires, rendent également complexe l'application des dispositions légales<sup>1789</sup>. Les actions démembrées, les actions prises en location, les actions dont l'émetteur est bénéficiaire au titre d'une fiducie ou cédées temporairement à la société doivent-elles être prises en compte pour l'application des dispositions relatives à l'autocontrôle ? Pour répondre à cette interrogation, nous envisagerons successivement les participations réciproques puis l'autodétention.

**306. – Participations réciproques.** Examinons d'abord les participations réciproques. La location d'actions peut être rapidement exclue. Elle ne peut en effet être consentie qu'à des personnes physiques. Des participations réciproques par le biais d'une location sont donc impossibles<sup>1790</sup>.

La situation est plus complexe, en revanche, pour des actions démembrées. En matière de participations indirectes, l'article L. 233-31 suspend les droits de vote attachés aux actions « *lorsque des actions ou des droits de vote d'une société sont possédés par une ou plusieurs sociétés dont elle détient directement ou indirectement le contrôle* ». Le texte visant la détention ou la possession de « *droits de vote* », ceux-ci ne pourront donc être exercés, que la titularité des droits de vote résulte de la pleine propriété des titres ou d'un démembrement. En matière de participations directes, les articles L. 233-29 et L. 233-30 sont plus obscurs. Ils interdisent en effet la détention ou la possession « *d'actions* » d'une société lorsque cette dernière détient plus de 10 % du capital. Ces actions, à défaut, sont privées de droit de vote. Faut-il inclure dans ce seuil les actions dont la société a l'usufruit ou la nue-propriété ? Cela renvoie à la définition délicate des notions de détention et de possession en matière de droits sociaux<sup>1791</sup>. Il n'est pas nécessaire en réalité d'entrer dans ce débat : les termes sont employés indifféremment dans ces deux articles, sans que le législateur, semble-t-il, n'y ait prêté attention. On ne peut donc rien déduire, quant à la question qui nous préoccupe, de l'analyse de ces termes. Plusieurs arguments militent cependant pour l'assimilation, en matière de participations directes, des démembrements à la propriété. Pourquoi l'article L. 233-31

---

<sup>1789</sup> Il ne s'agit pas là de cas d'école. Il en existe un exemple en Hongrie, en 2007, où une société, pour faire face à une OPA hostile, avait racheté plus de 48 % de son capital, ce que la loi hongroise lui interdisait pourtant. Pour contourner l'interdiction, elle avait prêté à deux banques les actions rachetées, grevées d'une clause d'inaliénabilité. V. évoquant cette affaire : H. T.C. HU et B. BLACK, « Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions », *University of Pennsylvania Law Review* 2008, Vol. 156, p. 625, spéc. p. 647.

<sup>1790</sup> Art. L. 239-1 al. 1 C. com.

<sup>1791</sup> V. sur ce point, F. MARTIN LAPRADE, *Concert et contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Préf. E. Scholastique, Joly éd., 2007, n° 42 ; B. PARANCE, *La possession des biens incorporels*, Préf. L. Aynès, Avant-propos F. Terré, LGDJ, 2008, notamment n° 137 et s. ; V. MERCIER, *ouvr. préc.*, n° 375 et s.

s'appliquerait-il aux démembrements et non les articles L. 233-29 et L. 233-30, alors que tous poursuivent un objectif similaire ? De plus, ces dispositions ont essentiellement deux finalités : éviter la fictivité du capital et éviter l'exercice d'un pouvoir fictif<sup>1792</sup>. Or les démembrements engendrent ces effets, tout autant que la propriété. Ne pas tenir compte des droits d'usufruit ou de nue-propriété permettrait un contournement facile des règles régissant l'autocontrôle. Au-delà de 10 % donc et que le seuil ait été atteint avec des actions en pleine propriété ou des actions dont la propriété a été démembrée, la propriété ou le démembrement devra être cédé.

On pourrait encore se demander si les actions qui feraient l'objet d'une fiducie dont la société serait fiduciaire sont concernées par ces dispositions. La réponse est positive, puisque la loi ne fait aucune distinction au sein de la notion de propriété et que les articles L. 233-29 s'appliquent sans conteste aux actions dont l'émetteur a la propriété.

On soulignera, enfin, que les actions dont la propriété a été cédée temporairement à l'émetteur ne soulèvent aucune difficulté, la propriété, quelle qu'elle soit, entrant dans le champ des articles L. 233-29 et suivants.

**307. – Autodétention.** Examinons maintenant les hypothèses d'autodétention. Une société ne pourrait prendre en location ses propres actions puisque la location est réservée aux personnes physiques. Quant aux actions démembrées, les articles L. 225-206 et suivants s'y appliquent-ils ? L'article L. 225-206 interdit « l'achat » et la « souscription » de ses propres actions par un émetteur ou pour son compte par un tiers, l'achat demeurant cependant possible sous certaines conditions. Les démembrements ne sont donc pas visés. Mais on peut se demander si l'ancien propriétaire, qui a acquis les titres puis procédé au démembrement et transféré la nue-propriété ou l'usufruit à la société, ne contreviendrait pas à l'article L. 225-206 en agissant pour le compte de la société, cette disposition prohibant la souscription d'actions par la société « soit directement, soit par une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société »<sup>1793</sup> et le rachat d'actions « par une personne agissant pour le compte de la société », « sauf s'il s'agit d'un prestataire de services d'investissement ou d'un membre d'un marché réglementé intervenant dans les conditions du I de l'article 43 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières »<sup>1794</sup>. Afin que l'article s'applique, cependant, il faudrait que cet intermédiaire ait spécifiquement acquis les titres aux fins de procéder à l'opération. On comprend qu'il ait pu acquérir les actions à d'autres fins ou encore qu'il ait eu un intérêt légitime à les démembrer, indépendamment de celui de la société qui entend profiter du démembrement. Il faudrait en déduire que la société peut tout à fait acquérir l'usufruit ou la nue-

---

<sup>1792</sup> V. R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 474 et s.

<sup>1793</sup> Art. L. 225-206 I al.1.

<sup>1794</sup> Art. L. 225-206 II al. 2.

propriété de ses propres titres et voter ainsi en assemblée. Mais une telle solution anéantirait la cohérence du dispositif légal. D'ailleurs, si l'article L. 205-206 traite de « *rachat* » et de « *souscription* », l'article L. 225-210, qui encadre l'achat d'actions dans les cas où il est autorisé, interdit la « *possession* » de plus de 10 % de ses propres actions et prive du droit de vote les actions « *possédées* ». Là encore, l'imprécision du vocabulaire n'interdit pas de considérer que cette disposition s'applique aux actions démembrées. Surtout, comme on l'a vu précédemment, il n'y aurait pas de sens à ce qu'une société vote en ses propres assemblées<sup>1795</sup>. Lorsque la société est autorisée à racheter ses propres actions, elle est systématiquement privée du droit de vote et toutes les prérogatives attachées à l'action sont suspendues<sup>1796</sup>, car la société ne peut être son propre associé<sup>1797</sup>. On ne saurait plus admettre cette situation au motif qu'il s'agirait d'un démembrement et non d'une pleine propriété.

Par ailleurs, l'émetteur ne saurait être fiduciaire dans une fiducie portant sur ses propres actions, autrement que dans le cadre des articles L. 225-207 à L. 225-217 du Code de commerce. Le fiduciaire est en effet propriétaire des biens faisant l'objet de la fiducie. Or la société ne peut être propriétaire de ses propres actions, à moins de s'inscrire dans le cadre des articles précités. Concernant les actions faisant l'objet d'une fiducie dont la société serait bénéficiaire, l'article L. 225-206 interdit la souscription et l'achat d'actions par un tiers agissant pour le compte de la société. Or le fiduciaire agissant à son profit semble devoir être assimilé au tiers de l'article L. 225-206. Cela conduit à invalider toute fiducie portant sur les actions d'une société dont la société est elle-même bénéficiaire.

Enfin, les titres cédés temporairement à la société entrent dans le champ des articles L. 225-206 et suivants, puisque celle-ci en devient propriétaire.

## **B- Le réveil possible des droits de vote suspendus**

**308. – Présentation.** Il faut se demander, en second lieu, si la société ne pourrait tenter de faire revivre les droits de vote attachés aux titres lorsque ceux-ci sont suspendus du fait d'une situation d'autocontrôle<sup>1798</sup>. La société pourrait ainsi faire renaître temporairement le droit de vote en transférant les titres dans des mains amies, au soutien d'une opération, par exemple pour

---

<sup>1795</sup> V. *supra* n° 98.

<sup>1796</sup> Art. L. 225-210 al. 4.

<sup>1797</sup> V. R. MORTIER, *ouvr. préc.* n° 726 et s.

<sup>1798</sup> V. toutefois, *Bull. COB*, 1989, p. 89 : « *Le nouveau dispositif institué par la loi ayant rendu moins attrayant le fait pour une société de faire acquérir ses actions par des sociétés du groupe, des solutions de remplacement tendant à transférer les actions d'autocontrôle à des sociétés « alliées » ont été imaginées. À cet égard, la Commission rappelle que les opérations qui auraient pour objet de reconstituer une situation d'autocontrôle désormais prohibée par la loi sont susceptibles d'être entachées d'irrégularité comme constituant une fraude à la loi* ».

s'opposer à une offre publique hostile. Inversement, il pourrait s'agir de ne pas conserver les titres<sup>1799</sup> tout en se garantissant un accès rapide en cas de besoin. La pratique s'avère problématique lorsque le tiers vote. Il agira souvent pour le compte de la société ou plus précisément pour ses dirigeants. Cela peut-être vrai lorsque les titres sont cédés purement et simplement. Le tribunal de commerce de Paris a eu l'occasion de condamner cette pratique en période d'offre publique en se fondant sur le principe de liberté des offres et des surenchères, ce qui l'a amenée à prononcer la nullité de l'opération<sup>1800</sup>. Il n'est néanmoins pas certain qu'une telle solution, qui résultait d'une interprétation très libre des textes légaux et réglementaires, serait réitérée aujourd'hui<sup>1801</sup>. Rien ne s'oppose en outre à une cession hors période d'offre publique<sup>1802</sup>. Le manque d'indépendance du tiers est cependant plus prononcé lorsque la cession est temporaire, ou qu'il détient les titres au titre d'une location ou d'un démembrement de propriété<sup>1803</sup>.

Il s'agit ici de déterminer si la société dispose de tels moyens pour faire revivre les droits de vote suspendus des actions qu'elle autodétient ou qu'une société du groupe détient. Nous analyserons les dispositions relatives aux participations réciproques avant d'analyser celles régissant l'autodétention.

---

<sup>1799</sup> Les raisons peuvent en être variées. L'intérêt peut notamment être fiscal.

<sup>1800</sup> Dans une affaire portant sur des participations croisées. TC Paris 1<sup>ère</sup> ch. sect. B, 16 mars 1992, Affaire *Perrier*, *Bull. Joly* 1992, p. 526, note M. JEANTIN.

<sup>1801</sup> V. notamment J.-CL. HALLOUIN, note sous Paris, 14<sup>e</sup> ch. A, 15 mars 2000, Affaire *Atticus / groupe André*, *D.* 2000 p. 477. L'article L. 231-41 du RG AMF, qui prohibe l'intervention sur les titres de capital et donnant accès au capital des personnes concernées par une offre publique d'échange ou une offre publique mixte, peut toutefois également trouver à s'appliquer.

<sup>1802</sup> Dans une affaire portant sur des actions autodétenues. Paris, 14<sup>e</sup> ch. A, 15 mars 2000, Affaire *Atticus / groupe André*, *préc.*

<sup>1803</sup> Ces pratiques constituent un cas de *parking* d'actions (V. H. HU ET B. BLACK, « Equity and debt decoupling and empty voting II », *préc.*, spéc. p. 638 et s. et p. 642 et s. V. égal. A. COURET, « L'autocontrôle », *art. préc.*), qui permet à une société de laisser des titres entre des mains amies qui voteront dans son intérêt ou plus justement dans l'intérêt des dirigeants en place et des actionnaires majoritaires, ou qui les conserveront pendant un certain temps sur instruction des dirigeants, généralement afin d'échapper à certaines dispositions légales. Mais le parking d'actions est plus large, en ce qu'il n'implique pas nécessairement un rachat d'actions par la société. Les techniques utilisées sont variées. À titre d'exemple, si une société achète à terme ses propres actions (V. *infra* n° 222) ou « achète » une option d'achat (sur les dérivés, V. *infra* n° 216 et s.), son cocontractant se couvrira en acquérant des actions, parce qu'elle subirait sinon une perte en cas de hausse des cours. Or la société connaît cet état des choses, quasi-systématique, et peut aisément influencer sur l'exercice des droits de vote par la banque, d'autant qu'il est probable qu'elle ait des relations privilégiées avec celle-ci (V. *infra* n° 314). De la même manière, une société désirant se défaire de ses actions d'autocontrôle peut céder sa participation à un tiers, tout en concluant avec lui un swap par lequel elle l'affranchit de l'évolution défavorable des cours (V. L. ASSAYA, « Validité des opérations d'equity swap au regard de la prohibition des pactes léonins », *préc.*). Ce tiers, étant propriétaire, est considéré comme associé et ainsi titulaire du droit de vote. La société, là encore, peut facilement influencer sur le sens du vote. Un tel résultat peut encore être atteint plus directement par le biais d'une convention de portage ou aujourd'hui d'une fiducie. Le parking d'actions, par ailleurs, n'est pas nécessairement le fait de la société mais peut émaner de ses actionnaires majoritaires.

**309. – Participations réciproques.** En cas de participations directes, les actions sont privées de droit de vote lorsque la société dont les actions sont détenues détient plus de 10 % de l'autre. Mais dans ce cas, la privation de droit de vote n'est qu'un pis-aller dans l'attente de la cession d'actions. En aucun cas la société ne pourrait choisir de démembrement ses actions ou de les donner en location : leur cession s'impose. Il semblerait, en revanche, qu'un transfert temporaire puisse être admis : il y a bien dans ce cas « aliénation », conformément aux articles L. 233-29 et L. 233-30 du Code de commerce. Une fiducie dont la société serait à la fois le constituant et le bénéficiaire serait, quant à elle, d'une validité douteuse. Le fiduciaire serait en effet tenu d'agir pour le compte de la société et notamment de voter dans son intérêt, alors qu'il est fait obligation à la société de céder ses droits sociaux et qu'elle est privée de tout droit de vote. On peut donc se demander si la constitution d'une telle fiducie ne constituerait pas une fraude aux articles L. 233-29 et suivants.

En matière de participations indirectes, il n'existe pas de disposition similaire. L'article L. 233-31 n'impose pas une aliénation des titres mais se contente de prévoir une suspension des droits de vote. Rien n'interdit donc que la société contrôlée détenant des actions d'autocontrôle privées de droit de vote démembre ou donne en location ses titres<sup>1804</sup>. Une location serait cependant doublement limitée : elle ne pourrait être concédée qu'à une personne physique et ne pourrait porter que sur des actions non cotées. Si rien n'interdit expressément ces pratiques, elles pourraient néanmoins tomber sous le coup de l'adage *Fraus omnia corrumpit*<sup>1805</sup>. Lorsque seul est recherché un transfert de droits de vote ou encore lorsque le tiers agit pour le compte de la société – et on ne voit pas exactement quelle autre finalité pourrait être poursuivie –, le démembrement aurait alors pour objet le contournement de l'article L. 233-31 et serait frauduleux<sup>1806</sup>. À *fortiori*, rien ne semble interdire un transfert temporaire, sous les mêmes réserves cependant. La validité d'une fiducie est toutefois soumise aux mêmes obstacles que ceux rencontrés en matière de participations directes dans la mesure où le fiduciaire agit « au profit » de la société.

**310. – Autodétention.** Examinons maintenant les hypothèses d'autodétention.

En matière de location, une société ne pourrait acquérir ses propres actions afin de les donner à bail. En effet, dans les sociétés cotées, la location n'est pas possible. Dans les sociétés

---

<sup>1804</sup> F.-D. POITRINAL, « L'usufruit conventionnel d'actions, un outil financier méconnu », *art. préc.*, spéc. p. 9.

<sup>1805</sup> V. sur cette question et en matière de portage, A.-S. PEIGNELIN, *th. préc.*, n° 1531 et s.

<sup>1806</sup> V. pour un exemple ancien, Paris 22 juill. 1938, *Journ. sociétés* 1940, p. 105, note H. B. Afin de faire approuver les comptes d'une société, sa filiale avait acquis des titres et les avaient mis en report chez un agent de change qui avait été chargé de voter. Le montage a été qualifié de frauduleux.



non cotées où la location serait envisageable, l'acquisition de ses propres actions par la société demeure cantonnée à des objectifs limitativement définis<sup>1807</sup>, excluant un rachat aux fins de les donner à bail. Cette seconde limitation s'applique également aux démembrements, transferts temporaires, aliénations fiduciaires, qui ne pourront donc concerner que les sociétés cotées.

Dans celles-ci, la loi du 2 juillet 1998<sup>1808</sup> a assoupli les dispositions sur l'autodétention<sup>1809</sup> et il revient désormais à l'assemblée générale de définir les finalités poursuivies<sup>1810</sup>, sans que le législateur ne limite le champ des possibilités, même si cet assouplissement visait à permettre deux opérations essentiellement : le rachat aux fins de gestion financière et le rachat aux fins de réduction de capital. Mais les actions rachetées sont privées de leurs attributs. Droit de vote et droits aux dividendes sont suspendus. Les autres droits d'intervention ne sont pas expressément supprimés mais on verrait mal l'intérêt de la société de les exercer<sup>1811</sup>. Quant au droit préférentiel de souscription, il peut ne pas être supprimé mais la société ne saurait alors l'exercer<sup>1812</sup>. Ainsi, les droits attachés aux titres sont « mis en sommeil » dans l'attente du transfert des titres ou de leur annulation, car la société n'a pas vocation à les conserver<sup>1813</sup>.

Dans ces conditions, un démembrement des titres par la société surprendrait et ne paraîtrait pas conforme à l'esprit des textes. Pourtant, rien ne s'y oppose expressément puisque le législateur laisse l'assemblée générale libre de décider de la finalité du rachat d'actions. Pourquoi ne pourrait-elle alors décider de démembrer les titres acquis ? L'opération ne serait illicite que si elle constituait une cession déguisée du droit de vote ou si le titulaire du droit réel démembré agissait pour le compte de la société, l'opération n'ayant pour but que le contournement des dispositions sur l'autocontrôle. On conçoit cependant qu'il n'est pas certain que ces pratiques puissent poursuivre d'autres objectifs et la menace d'une annulation pour fraude plane donc sur l'opération.

---

<sup>1807</sup> Art. L. 225-207, L. 225-208, L. 225-209-2 C. com. Remarquons que les sociétés cotées sur Alternext sont aujourd'hui soumises au même régime que les sociétés cotées sur un marché réglementé (Loi de finances rectificative pour 2012 n° 2012-354 du 14 mars 2012. V. notamment H. LE NABASQUE, « Les programmes de rachat d'actions des sociétés non cotées », *Rev. sociétés* 2012, p. 271).

<sup>1808</sup> Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

<sup>1809</sup> V. A. VIANDIER, « Le rachat d'actions après la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 (art. 41) », *RJDA* 1998, n° 7, p. 590 ; A. COURET, « Le rachat par une société de ses propres actions », *Deffrénois* 1999, p. 1089.

<sup>1810</sup> Art. L. 225-209.

<sup>1811</sup> R. MORTIER, *ouvr. préc.* n° 744. *Contra* A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 259.

<sup>1812</sup> Art. L. 225-210 al. 4.

<sup>1813</sup> A. VIANDIER, *art. préc.*, spéc. n° 35. V. égal. B. ESAMBERT, *rapport préc.*, p. 36.

Il semble en aller de même d'un transfert temporaire des titres<sup>1814</sup>. La validité de la constitution d'une fiducie dont la société serait le bénéficiaire serait toutefois plus douteuse car le fiduciaire agit « au profit » de la société, ce qui semble tomber sous le coup de l'article L. 225-206<sup>1815</sup>.

**311. – Conclusion.** La réglementation de l'autocontrôle n'est donc pas totalement efficace. Cela tient essentiellement au fait que le législateur ne semble avoir envisagé que le cas de la propriété classique, sans tenir compte des démembrements, ni des hypothèses de propriétés temporaires, telles la propriété fiduciaire. La législation en la matière demeure incomplète : ce défaut a souvent été souligné sans avoir été jamais corrigé.

## II- Les prises de contrôle rampantes

**312. –** Dans certaines des pratiques préalablement étudiées, tendant à dissocier l'aléa social de la qualité d'associé, le propriétaire d'actions ou de parts ne subit plus effectivement l'aléa social et l'attribution du droit de vote à cet associé perd toute justification. Le cocontractant de l'associé supporte, quant à lui, un aléa proche de l'aléa social sans bénéficier du droit de vote. Aussi une seconde difficulté, qui n'est que l'envers de la première, se pose-t-elle. Le cocontractant<sup>1816</sup> peut entendre exercer un pouvoir au sein de la société, immédiatement ou à terme, puisqu'il est indirectement intéressé au fonctionnement social. Cette situation, qui a été dénommée *hidden ownership* dans la littérature anglo-saxonne<sup>1817</sup>, peut ainsi conduire au *shadow voting*, parfois traduit par *vote fantôme*<sup>1818</sup>. Ces pratiques s'appuient de manière privilégiée sur l'utilisation d'instruments dérivés. Elles sont ainsi essentiellement le lot des sociétés cotées. Une situation proche peut être atteinte par le recours à des techniques de transfert temporaire de titres, prêts ou aliénations fiduciaires. Mais ces mécanismes sont mieux encadrés, ce qui leur fait perdre une partie de leur utilité à cet égard. Ces pratiques suscitent des difficultés en termes de pouvoir qu'il conviendra de

---

<sup>1814</sup> V. Proxinvest, *Prêts d'actions : une proposition de réforme de l'ECGS*, 11 mars 2011, disponible sur le site [www.proxinvest.com](http://www.proxinvest.com) : « Les sociétés cotées comme Pernod Ricard sont même aujourd'hui invitées par les banques à prêter pour quelques années les actions détenues pour le compte des employés ou des dirigeants, actions détenues en autocontrôle ou auto-détention, normalement privées de droit de vote qui retrouvent ainsi un vote probable en faveur du conseil d'administration... ».

<sup>1815</sup> V. *supra* n° 305.

<sup>1816</sup> On notera que le terme cocontractant n'est pas tout à fait approprié. Cette personne ne contracte pas nécessairement directement avec l'associé ayant couvert son risque. Encore, un tiers peut acquérir un tel intérêt par l'acquisition de titres financiers, tels des warrants.

<sup>1817</sup> H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *art. préc.*, spec. p. 816 (« We use the term "hidden ownership" to refer to the undisclosed economic ownership, and the term "hidden (morphable) ownership" to refer to the combination of undisclosed economic ownership plus probable informal voting power ». Trad. libre : « Nous utilisons le terme "propriété cachée" pour nous référer à une propriété économique non révélée, et le terme de "propriété cachée transformable" pour nous référer à la combinaison d'une propriété économique non révélée et d'un probable pouvoir de vote informel ».) et p. 837 et s.

<sup>1818</sup> B. LE BARS et M. THOUCH, « La lutte contre le "vote fantôme" (shadow voting) : la solution n'est peut-être pas réglementaire », *préc.*

présenter. L'emploi de ces techniques plutôt qu'une prise de participation ferme s'explique en ce qu'elles font parfois échapper leurs utilisateurs aux obligations d'information auxquels ils seraient sinon soumis dans les sociétés cotées.

Nous présenterons les difficultés nées de ces pratiques (A), avant d'expliquer les raisons de leur développement, c'est-à-dire l'intérêt qu'elles présentent pour les acteurs qui y recourent (B).

## A- Les difficultés nées de la pratique

**313.** – En termes de pouvoir, ces pratiques suscitent deux difficultés<sup>1819</sup>. D'une part, un tel opérateur est susceptible de vouloir influencer sur la marche sociale et donc sur l'exercice du droit de vote par sa contrepartie (1). D'autre part, il sait que, s'il désire acquérir *in fine* les actions détenues à fin de couverture ou les actions temporairement cédées, il lui sera très facile de le faire : ces techniques favorisent les prises de contrôle rampantes (2).

### 1. L'accès occulte immédiat

**314. – Présentation.** Il peut arriver qu'une personne ayant un intérêt économique positif dans une société, sans être propriétaire de droits sociaux ni en conséquence titulaire du droit de vote, entende influencer sur la marche sociale. Une telle situation peut résulter de la détention d'instruments dérivés. C'est là l'envers de la situation préalablement étudiée. Car la couverture de l'aléa social ne fait pas disparaître le risque mais le transfère à un autre opérateur. Si l'un demeure propriétaire des actions et titulaire du droit de vote sans subir de risque, c'est qu'un autre est dans une position inverse. Une telle hypothèse peut encore résulter d'une cession temporaire de ses droits sociaux par un associé. Dans ces situations, il est alors naturel – mais non systématique – que l'opérateur intéressé cherche à agir sur la marche sociale<sup>1820</sup>.

---

<sup>1819</sup> V. notamment CH. GOYET, « Dérivés d'actions, fraude à la réglementation boursière et action de concert », in *Les défis actuels du droit financier*, Joly éd., 2010, p. 207 ; S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les "intérêts économiques" », *Mélanges AEDBF-France V*, sous la direction de H. De Vauplane et J.-J. Daigre, Revue Banque éd., 2008, p. 361, spéc. p. 371. V. toutefois A. Viandier, *OPA, OPE et autres offres publiques, ouvr. préc.*, n° 359, niant qu'il y ait là une problématique de pouvoir.

<sup>1820</sup> V. par ex. : Groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention présidé par B. Field, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, oct. 2008, p. 6 ; FSA, *rapp. préc.* ; Panel on takeovers and mergers, *Dealing in derivatives and options – Outline proposals relating to amendments proposed to be made to the takeover panel and the SARs*, Consultation paper issued by the Code Committee and the Panel, n° 2005/1, 7 janv. 2005, n° 3.2. V. égal. F. BARRIERE, « Les prises de participation rampantes à l'heure des swaps », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, à paraître ; CH. GOYET, « Dérivés d'actions, fraude à la réglementation boursière et action de concert », *art. préc.* ; F.

La problématique relative à la détention d'instruments dérivés est propre aux sociétés cotées, au sens large du terme. Celle liée aux cessions temporaires de droits sociaux est, en revanche, commune à toutes les sociétés. Il est vrai, toutefois, qu'elles suscitent essentiellement des difficultés dans les sociétés cotées. En effet, la transparence des prises de participation est un enjeu majeur des marchés financiers. En outre, l'identification des actionnaires et la compréhension de leur intérêt véritable est complexe. Dans les sociétés fermées, l'enjeu de la transparence n'est pas le même. De plus, le faible nombre d'associés et les règles propres aux transmissions de droits sociaux rendent l'identification des intérêts des associés beaucoup plus aisée.

Deux voies peuvent être empruntées pour influencer sur la marche sociale. D'une part, l'opérateur peut entrer en contact avec les dirigeants sociaux afin de faire connaître sa position et influencer sur leur gestion<sup>1821</sup>. Il n'est toutefois pas certain que les dirigeants aient la volonté de conférer un pouvoir à une personne qui n'en est pas légalement dotée. En outre, lorsque sa position n'a pas à être déclarée selon la réglementation financière<sup>1822</sup>, les dirigeants ne savent quel crédit apporter à la démarche, puisqu'il est difficile de vérifier le bien-fondé des dires de l'opérateur. Son pouvoir d'influence en est évidemment altéré. D'autre part, cet opérateur pourrait chercher à exercer indirectement le droit de vote. Une convention de vote pourrait être conclue avec sa contrepartie. Sa validité serait néanmoins sujette à caution. Plus fréquemment, seul un accord informel liera l'opérateur et le contractant.

Nous envisagerons les difficultés liées aux instruments dérivés, puis celles liées aux transferts temporaires. Enfin, nous évoquerons les réflexions qui ont été récemment menées par les autorités financières sur ce sujet.

**315. – Instruments dérivés – Difficultés diverses.** Dans les sociétés cotées, de telles pratiques fondées sur l'utilisation de produits dérivés soulèvent des difficultés tant en ce qui concerne la vie sociale que le fonctionnement des marchés financiers.

---

PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils - La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *JCP éd. E* 2009, n° 20, p. 1509.

<sup>1821</sup> Sur la prise en compte par le législateur et les autorités réglementaires de la possibilité d'influence sur la gestion ne passant pas par l'exercice du droit de vote, v. notamment les dispositions exemptant les prestataires d'investissement, détenant les instruments financiers dans leur portefeuille de négociation, de l'obligation de déclaration de franchissement de seuils: art. L. 233-7 IV 3° C. com. et art. 223-13 I RG AMF ; et les dispositions spécifiques au teneur de marché: art. 223-13 II RG AMF. V. égal. en droit européen, l'interprétation par le CESR de l'article 9 §5 sur l'exemption des prestataires d'investissement détenant les instruments financiers dans leur portefeuille d'investissement: CESR, *Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive*, juin 2005, spéc. n° 85 et s.

<sup>1822</sup> Sur ce point, v. *infra* n° 321 et s.

Pour ce qui intéresse les marchés financiers – encore que les difficultés affectant les marchés se répercutent nécessairement sur la vie sociale –, la pratique crée une asymétrie d'information. La formation des prix sur le marché risque d'en être altérée<sup>1823</sup>.

En ce qui concerne plus directement la vie sociale, cette situation engendre un manque de transparence évident de la structure de vote au sein de la société. L'identification des votants véritables devient impossible. Certes, la société et ses actionnaires seront en mesure de connaître les propriétaires de titres. Ils ne pourront se rendre compte, en revanche, de l'identité de ceux qui exercent effectivement les prérogatives sociales et qui détiennent ainsi un pouvoir d'influence. La procédure d'identification prévue à l'article L. 228-2 du Code de commerce ne le permet d'évidence pas. De telles pratiques font également échec aux règles de déclaration des franchissements de seuils. Nous verrons en effet que les dispositions légales ne prennent qu'imparfaitement en compte la détention d'instruments dérivés portant sur des actions, pour le calcul des seuils<sup>1824</sup>. Les transferts temporaires sont mieux encadrés. En revanche, il peut advenir que la contrepartie se couvrant par l'acquisition d'actions doive elle-même procéder à cette déclaration pour son compte. Une telle déclaration ne permet d'accroître la transparence de l'opération que de manière très relative puisqu'on ne peut rien en déduire sur l'utilisation faite des titres ni sur l'identité du cocontractant. Elle aurait néanmoins pour effet d'entraver ces opérations et ces stratégies ne porteraient, de fait, que sur une faible partie du capital d'une société. Cet obstacle est toutefois loin d'être insurmontable. Il suffit à celui qui désire exercer ainsi une influence de s'adresser à plusieurs prestataires, qui se couvriront séparément par l'acquisition de titres sans nullement franchir les seuils.

Un autre problème se pose encore : une telle pratique permet l'accès à bas coût à des droits de vote. En effet, contrairement à l'acquisition d'actions, l'acquisition de titres dérivés ou la conclusion de contrats dérivés ne requiert pas systématiquement le règlement d'un prix *ab initio*. Lorsque c'est le cas, comme en matière d'option où le prix de l'option, appelé prime, doit être versé à la conclusion du contrat, le prix est sans mesure avec celui de l'action sous-jacente. Par ailleurs, il sera le plus souvent procédé à un dépôt de garantie, suivi éventuellement d'appels de marge. Là également, les sommes immobilisées sont minimales en comparaison de celles qu'une acquisition d'actions aurait nécessitées. La détention de tels instruments permet ainsi de contourner le principe impératif de proportionnalité dans les sociétés par actions<sup>1825</sup>, selon lequel

---

<sup>1823</sup> V. notamment FSA, *rapp. préc.*, n° 4.6.

<sup>1824</sup> Sur le champ d'application des règles de franchissement de seuil, v. *infra* n° 330.

<sup>1825</sup> Sur cette question, V. Shearman and Sterling, ISS and ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 4 juil. 2007, disponible sur le site : <http://ec.europa.eu>. Les auteurs étudient les mécanismes contraires au principe de proportionnalité et relèvent : « *Share lending, derivatives and related techniques would be worth studying. However, it is very difficult to do so in practice, due among other things to a lack of transparency. These issues would*

le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent<sup>1826</sup>. Cela ne se retrouve pas en matière de cession temporaire.

Au-delà de ces difficultés souvent soulignées, ces pratiques tendent à remettre en cause les principes d'attribution du droit de vote.

**316. – Instruments dérivés – Difficultés relatives à l'attribution du droit de vote.** Le droit de vote est, en effet, attribué aux associés car ceux-ci subissent, tous de manière similaire, un aléa, qui peut être qualifié de social. Lorsqu'une personne détient des intérêts positifs dans une société du fait de la négociation d'instruments dérivés, indépendamment de la détention de droits sociaux, elle est soumise à un aléa qui évolue globalement dans le même sens que l'aléa social. On pourrait alors être tenté de conclure qu'ils sont assimilables. Le vote de cet opérateur ne soulèverait donc pas de difficulté eu égard aux principes d'attribution du droit de vote. Le problème essentiel tiendrait à l'opacité de cette participation<sup>1827</sup> et au contournement du principe de proportionnalité. Pourtant, une analyse plus approfondie montre que cet aléa ne peut être assimilé à l'aléa social. Formellement évidemment, ce tiers ne subit pas l'aléa social, ou plutôt ne contribue aux pertes ni n'a vocation aux bénéfices : il n'a pas effectué d'apport, les dividendes ne lui sont pas dus par la société mais par son cocontractant... Il ne faut toutefois pas s'arrêter à ces constatations, mais se demander plutôt si, économiquement, l'aléa supporté est assimilable à l'aléa social.

Examinons d'abord le cas des contrats à terme fermes. L'opérateur en question pourrait, en premier lieu, conclure un « achat » à terme d'actions, qui se dénouerait par le paiement d'un différentiel. Dans ce cas, il aurait intérêt à la hausse du cours de l'action. Si son cours dépasse la prévision contractuelle de cours, il se verra verser la différence entre les deux. Dans le cas inverse, ce sera à lui de procéder au versement du différentiel. Le prix de référence n'est donc pas le cours de l'action au moment de la conclusion du contrat. Il n'est que le cours à terme tel qu'anticipé par le marché. Le risque subi par l'opérateur diffère ainsi de celui supporté par un actionnaire : il ne

---

*warrant a separate study and are well outside the scope of the present study.* » (V. spéc. n° 1.2.2.3).

<sup>1826</sup> Art. L. 225-122 C. com.

<sup>1827</sup> V. FSA, *rapp. préc.*, n° 1.26 : « *We are not against the use of CJDs to influence corporate actions and governance matters provided it is on the basis of disclosure (as would be the case for shares held directly)* » (trad. libre : « *Nous ne sommes pas contre l'utilisation de CJD pour influencer les opérations sur titres et les questions de gouvernance, du moment que cela se fait de manière transparente (comme ce serait le cas si des actions étaient détenues directement)* »). Il est toutefois également noté (n° 3.2) : « *It is worth noting that in some of the instances given by market participants as examples of problems, the use of CJDs on an undisclosed basis is not the main underlying issue.* » (trad. libre : « *Il faut noter que dans certaines des illustrations données par les intervenants sur le marché comme des exemples de difficultés rencontrées, l'utilisation occulte de CJD n'est pas la difficulté principale.* ») V. égal. S. MARTIN et F. PARTNOY, *art. préc.*, spéc. p. 804 et s. qui insistent sur les coûts de transaction liés à l'opacité de la situation mais qui considèrent que l'intérêt de ces opérateurs devrait justifier que le droit de vote leur soit attribué.

tient pas à une évolution du cours de l'action entre deux instants donnés mais à la différence entre l'anticipation du cours à terme faite par le marché lors de la conclusion du contrat et le cours à terme effectif. En outre, fréquemment l'opérateur clôturera sa position avant l'échéance en concluant un contrat en sens opposé<sup>1828</sup>. Le risque ne tient alors qu'à la différence entre les anticipations du marché du cours à terme à deux instants donnés – la conclusion de chacun des contrats en sens opposé. Aussi, si les prévisions initiales de cours étaient anormalement élevées, l'opérateur accuserait-il une perte, alors même que le titre aurait réalisé une performance correcte et l'actionnaire un gain. L'aléa de l'acheteur à terme sur les marchés financiers est donc corrélé à l'aléa social mais ne lui est pas assimilable. Il en va de même dans un achat à terme se dénouant par la livraison des titres sous-jacents. En effet, l'opérateur n'acquiert pas les titres au cours de l'action à la conclusion du contrat mais au cours à terme anticipé. Le risque couru entre la conclusion du contrat et le moment du transfert de propriété n'équivaut donc pas au risque qu'il aurait supporté s'il avait acquis les titres au moment de la conclusion du contrat à terme. On pourrait toutefois considérer que l'opérateur étant destiné à devenir et demeurer actionnaire, il subira, de toute manière, de plein fouet l'aléa social après l'acquisition des titres. Ce serait ainsi un associé « en devenir », à la manière du locataire ou du crédit-preneur<sup>1829</sup>. Le fait qu'il exercerait une influence dès la conclusion de la vente à terme serait finalement peu problématique. Ce raisonnement est toutefois peu convaincant. En effet, rien ne garantit que l'opérateur devienne effectivement propriétaire des droits sociaux à l'échéance. D'une part, un avenant au contrat prévoyant un dénouement en numéraire pourrait être adopté par les parties. D'autre part, et surtout, l'opérateur pourra toujours conclure un contrat en sens opposé afin de clôturer sa position, ce qui paraît être une pratique courante. Dans ce cas, le gain ou la perte de l'opérateur n'est que la différence des anticipations du cours à terme entre la conclusion du contrat et la clôture de sa position. Le même raisonnement s'applique lorsque le contrat est exécuté par le paiement d'un différentiel ou par la livraison des titres, au choix d'une partie. L'aléa subi ne peut donc être assimilé à l'aléa social.

La situation est semblable en matière d'option. Si un opérateur « vend » une option de « vente » (« *put* »), sa contrepartie lèvera l'option si le cours du sous-jacent baisse en deçà du prix d'exercice de celle-ci. Le vendeur a donc tout intérêt à la hausse du titre. Si le cours est supérieur au prix d'exercice, il gagne la prime, c'est-à-dire le prix de l'option. Si le cours est inférieur au prix d'exercice, il perd la différence de cours entre le prix d'exercice et le cours effectif, somme à laquelle il faut toutefois soustraire la prime. Ce risque est donc corrélé à l'aléa social mais ne lui est pas assimilable. De même, l'« acquéreur » d'une option d'« achat » (« *call* ») exercera son option si le prix d'exercice est inférieur au cours du titre. Dans ce cas, il gagne la différence entre

---

<sup>1828</sup> V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 156.

<sup>1829</sup> V. *supra* n° 150.

le cours et le prix d'exercice, à laquelle il faut soustraire la prime, prix de l'option. Dans la situation inverse, l'acquéreur ne perd que la prime. Là encore, cet aléa ne peut être confondu avec l'aléa social. Comme en matière d'achat à terme, le fait que l'option se dénoue par la livraison de titres importe peu : le contrat pourrait être modifié à tout moment, et surtout, il suffit à l'opérateur de conclure un contrat en sens opposé pour clôturer sa position.

La situation de celui qui conclut un *total return swap* ou *swap de transfert de rendement total* est différente<sup>1830</sup>. En effet, son gain ou sa perte est exactement égal à celui qu'un actionnaire pourrait faire entre la date de conclusion du swap et le terme du contrat. Celui-ci précisera d'ailleurs les modalités de répercussion des autres événements sociaux qui pourraient advenir pendant cette période sur le contractant. Il s'agit de recréer, en tout point, la situation économique d'un actionnaire<sup>1831</sup>. Dès lors, puisque l'aléa supporté par le souscripteur du swap semble similaire à l'aléa social, pourquoi ne pas admettre qu'il puisse exercer le droit de vote en lieu et place de son cocontractant ? Deux raisons peuvent être avancées. D'une part, l'investisseur n'a pas mobilisé des sommes équivalentes à celles qu'aurait dû déboursier celui qui acquiert des actions à titre onéreux. Surtout, il n'est pas à l'initiative de l'acquisition des actions par son cocontractant, qui n'a aucune obligation en ce sens mais peut acquérir de telles actions en guise de couverture. La situation du souscripteur est, à cet égard, bien différente de celle du cocontractant d'un prête-nom, qui doit acquérir les titres et qui se voit fournir les moyens pour ce faire. Dans un swap au contraire, les titres ont, le cas échéant, été acquis par le contractant en guise de couverture de sa propre initiative et avec ses propres fonds. D'autre part, il ne suffit pas de supporter un aléa assimilable économiquement à l'aléa social. Encore faut-il exprimer son consentement au contrat de société, et ainsi adhérer à un projet commun : les associés conviennent « *d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter* »<sup>1832</sup>. Le souscripteur d'un swap, lui, entend tout au contraire demeurer tiers à la société. Il reste volontairement étranger au projet social, ne s'engage pas. Il aurait sinon acquis directement des droits sociaux. Il n'a d'ailleurs pas nécessairement vocation à acquérir les titres sous-jacents à terme. L'attribution du droit de vote à un tiers, qui affirme son indépendance vis-à-vis de la

---

<sup>1830</sup> Aux termes d'un tel contrat, le souscripteur versera à son cocontractant une somme égale à la différence entre le cours à l'échéance et le cours à la conclusion du contrat si elle est négative, tandis que, si elle positive, il percevra cette somme augmentée des dividendes – et autres sommes – éventuellement versés par la société.

<sup>1831</sup> V. *supra* n° 224.

<sup>1832</sup> Art. 1832 C. civ. Rapp. Y. LE MAUT, *th. préc.*, n° 836, dans une discussion relative à l'affectio societatis : « *La seule exposition au risque de la société ne suffit pas pour avoir l'affectio societatis encore faut-il que cette exposition ait été recherchée* ».



société, est donc injustifiée. S'il avait voulu adhérer au contrat de société, une solution simple s'offrait à lui : acquérir des actions<sup>1833</sup>.

**317. – Transferts temporaires.** La problématique ne se retrouve pas, en revanche, en matière de transferts temporaires de titres. Dans ce cas en effet, l'associé se défait temporairement de ses titres. Cependant, il en était propriétaire et a effectué un apport qui demeure immobilisé. Il a encore vocation à récupérer la propriété des titres ou en commandera le transfert à autrui à la fin de l'opération. Il continue de subir l'aléa pendant la période intermédiaire. L'exercice du droit de vote par le cédant temporaire ne porterait donc pas atteinte aux principes d'attribution du droit de vote. Il en est de même des principes de répartition des droits de vote, dans les sociétés où le principe de proportionnalité prédomine. La transparence de la structure de vote est, en revanche, mise à mal. Dans les sociétés cotées, si la pratique était mal encadrée, l'utilisation de transferts temporaires permettrait d'échapper aux règles de franchissement de seuils et d'offres publiques. Plus généralement, elle empêche l'identification de ceux qui exercent le pouvoir au sein de la société. La situation est différente dans les sociétés où la règle est le vote par tête, puisque la cession d'une partie de ses titres par le cédant engendrerait alors la création de nouvelles voix au sein de l'assemblée. On pourrait imaginer qu'un associé divise artificiellement sa participation afin d'augmenter son pouvoir par le biais de transferts temporaires. Toutefois, cette règle n'existe que dans les sociétés fermées, généralement de petite taille, où la procédure de cession est contraignante, transparente, onéreuse et soumise à agrément. Ces pratiques sont donc peu probables.

**318. – Les réflexions actuelles.** Plusieurs rapports rédigés par ou pour le compte d'autorités financières ont pointé du doigt les difficultés nées de ces pratiques dans les sociétés cotées, ces dernières années<sup>1834</sup>. Ces études se sont toutefois le plus souvent attachées essentiellement à la deuxième difficulté née de la situation d'un tel opérateur, qui sera examinée par la suite : la potentialité d'une prise de contrôle rampante. C'est la *Financial Services Authority* (FSA) au Royaume-Uni qui a étudié de la manière la plus approfondie, la question de l'influence éventuelle

---

<sup>1833</sup> Remarquons d'ailleurs qu'aucune des raisons qui peuvent expliquer la souscription d'un swap par un acteur non dénué d'objectifs politiques – évitement des obligations financières d'information, optimisation fiscale – n'apparaissent comme des impératifs de nature à justifier une influence sur l'exercice du vote.

<sup>1834</sup> V. par ex. en France : Groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention présidé par B. Field, *rapp. préc.* ; au Royaume-Uni : FSA, *rapp. préc.* ; Takeover Panel, *rapp. préc.* ; au niveau européen : Committee of European Securities Regulators (CESR), *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, consultation paper, janv. 2010 ; *European Corporate Governance Forum*, Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, 20 fév. 2010 ; European Securities Markets Expert Group (ESME), *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, nov. 2009 ; F. DEMARIGNY et C. CLERC, Rapport externe rendu pour la Commission européenne, *Transparency Directive Assessment Report*, déc. 2009, p. XV.

de cet opérateur sur la vie sociale entre la conclusion du contrat et son échéance, dans un rapport portant sur les *contracts for difference* (CFD)<sup>1835</sup>. Un CFD est un contrat aux termes duquel une partie, communément appelée « vendeur »<sup>1836</sup>, paie à échéance régulière à son cocontractant, communément appelé « acheteur », la différence de cours, si elle est positive, entre le cours actuel et le cours à la conclusion du contrat. Les paiements doivent refléter l'intégralité des événements sociaux. Au cas où des dividendes seraient distribués, à titre d'exemple, le vendeur se devrait de payer un montant équivalent à « l'acheteur ». À l'inverse, si la différence est négative, c'est à « l'acheteur » de la reverser<sup>1837</sup>. Les CFD sont une forme particulière de swap. Les auteurs du rapport se sont demandé si la souscription de CFD pouvait constituer un substitut à la détention d'actions. Il en serait notamment<sup>1838</sup> ainsi si la contrepartie du souscripteur de CFD, s'étant couverte par l'achat d'actions, exerçait ses droits de vote pour le compte du souscripteur, ou du moins si ce dernier cherchait à exercer une influence sur l'émetteur. Un sondage auprès d'opérateurs de marché apporte des éléments de réponse. Ainsi, à la question de savoir s'il est arrivé que leurs contrats types soient modifiés afin d'inclure des dispositions relatives à l'exercice du droit de vote attaché aux actions sous-jacentes ou si des conventions annexes contenant de telles clauses aient été conclues, 15 % des sondés ont répondu affirmativement. À la question de savoir si leurs cocontractants ont déjà tenté d'influer sur l'exercice des droits de vote attachés aux actions sous-jacentes, 69 % des sondés ont répondu par l'affirmative. Lorsqu'il leur est demandé si, lorsque les actions sous-jacentes sont acquises à des fins de couverture, le droit de vote est exercé, la plupart des sondés répondent que ce n'est généralement pas le cas. Il en est différemment cependant lorsqu'ils ont un intérêt économique spécifique à le faire, ou en cas d'événement social de nature à affecter significativement la valeur des titres<sup>1839</sup>. Les auteurs du rapport concluent, au regard de ces chiffres notamment, que les CFD ne constituent pas systématiquement un substitut à l'acquisition d'actions. Ils ajoutent qu'il advient parfois, néanmoins, que leur détenteur exerce une influence sur les droits de vote, et ce en évitant toute

---

<sup>1835</sup> FSA, *rapp. préc.* V. égal. FSA, *Policy Update on Disclosure of Contracts for Difference (CFDs)*, juil. 2008 ; FSA, *Disclosure of Contracts for Difference – Feedback and policy statement on CP07/20, and further technical consultation*, fév. 2009 ; FSA, *Disclosure of contracts for difference – Feedback on CP08/17 and final rules*, mars 2009.

<sup>1836</sup> Les termes « vendeur » et « acheteur » communément utilisés en pratique ne sont pas juridiquement appropriés. Le contrat ne peut en effet être qualifié de vente puisque l'opération se dénoue, normalement, par le paiement d'un différentiel et non par la livraison physique des actifs sous-jacents. Sur ce point, v. par ex. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 163.

<sup>1837</sup> Pour une définition des CFD, v. FSA, *rapp. préc.*, n° 2.2. et s.

<sup>1838</sup> Il en serait également ainsi si le souscripteur acquiert les titres sous-jacents à l'échéance. Cela a trait à l'hypothèse d'une prise de contrôle rampante et sera donc envisagé postérieurement.

<sup>1839</sup> « *Most participants said they normally do not exercise their voting rights under their policies, but would do so if it was in their economic interest or related to corporate actions* ». *rapp. préc.*, annexe 4, p. 23 (Trad. libre : « *La plupart des intervenants affirment que, selon leur politique, ils n'exercent normalement pas leurs droits de vote, mais qu'ils le feraient dans le cas où cela serait économiquement de leur intérêt ou en cas d'opération sur titres.* »).

déclaration aux autorités de marché<sup>1840</sup>. Les chiffres du sondage sont à cet égard particulièrement significatifs.

**319. – Conclusion.** L'accès au droit de vote par l'acquisition de produits dérivés ou de transferts temporaires n'est donc pas une hypothèse d'école. Il soulève des problèmes divers, notamment en terme d'attribution du droit de vote.

## 2. L'accès occulte différé

**320. – Présentation.** Une autre difficulté naît de la situation du tiers intéressé positivement dans la société du fait de la souscription d'instruments dérivés ou du fait de la cession temporaire de ses titres, sans qu'il ne détienne de droits sociaux. Celui-ci pourra souvent procéder à un ramassage discret des titres d'une société, sans jamais avoir été soumis aux règles de franchissements de seuils, ni aux règles relatives aux offres publiques obligatoires. Cette difficulté est propre aux sociétés cotées.

En matière d'instruments dérivés, celui-ci pourra très facilement acquérir les actifs sous-jacents au terme du contrat. Plusieurs situations peuvent se présenter. Il a d'abord pu souscrire des dérivés lui donnant droit, à terme, à une livraison physique du sous-jacent ou des dérivés lui donnant droit d'opter entre un dénouement par paiement d'un différentiel ou un dénouement par livraison du sous-jacent. Il sait alors avec certitude qu'il pourra acquérir les actions sous-jacentes. Il peut, par ailleurs, avoir souscrit des dérivés se dénouant par le paiement d'un différentiel. Dans ce cas, il n'a *a priori* aucune garantie de pouvoir acquérir *in fine* les actifs sous-jacents. Toutefois, son cocontractant se couvre, quasi-systématiquement et au moins partiellement, par l'acquisition d'actions. Connaissant cette forte probabilité, il sait qu'il lui sera aisé, à terme, d'obtenir de son cocontractant qu'il lui transmette les titres acquis<sup>1841</sup>. Ainsi, il se peut qu'un avenant, conclu peu avant le terme du contrat, vienne modifier le mode de dénouement initialement prévu. Un tel accord n'est toutefois pas nécessaire pour qu'un dénouement physique ait lieu. Il peut demeurer informel. L'opérateur peut se contenter de la très forte probabilité que son cocontractant accepte de lui transmettre les titres acquis en couverture. Cette solution est souvent avantageuse pour un prestataire qui doit écouler sur le marché un nombre important de titres et qui n'a donc aucune

---

<sup>1840</sup> FSA, *rapp. préc.*, n° 5.21.

<sup>1841</sup> V. FSA, *rapp. préc.*, n° 3.6 ; Takeover Panel, *rapp. préc.*, n° 3.2 ; Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, 27 mai 2010, spéc. 30 et annexe 9, n° 9.9 et s. ; AMF, *rap. préc.*, p. 5 et s. ; D. OHL, « L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly bourse* 2009, p. 332. V. égal. F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils – La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *art. préc.*

raison de refuser l'offre de sa contrepartie. L'opérateur peut encore se contenter de racheter sur les marchés les titres écoulés par son cocontractant<sup>1842</sup>. Ces ventes et achats parallèles lui permettent d'agir en toute discrétion et sans créer d'importantes variations de prix sur le marché. Les exemples de ces pratiques, souvent très médiatisés, ne manquent pas<sup>1843</sup>.

Une cession temporaire d'actions ou un usufruit pourrait également servir une stratégie similaire. Ces pratiques sont toutefois, nous le verrons, mieux encadrées.

## B- Les intérêts de la pratique

**321.** – Ces pratiques présentent un avantage par rapport à l'acquisition d'actions, en ce qu'elles évitent parfois à leur utilisateur d'entrer dans le champ d'application des règles de franchissement de seuils (1) et des règles d'offre publique obligatoires (2). Elles permettent ainsi l'acquisition d'un pouvoir de vote, immédiat ou à terme, en toute opacité<sup>1844</sup>.

---

<sup>1842</sup> V. l'affaire Wendel / Saint-Gobain, *infra* n°334.

<sup>1843</sup> V. récemment l'affaire Hermès / LVMH : AMF, Décision et Information n° 210C1109, *Déclaration de franchissements de seuils et déclaration d'intention*, 27 oct. 2010. V. égal : S. DARIOSECQ et F. MARTIN LAPRADE, « LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 2, p. 152 ; D. CHAPUIS ET D. COSNARD, « LVMH détient 17 % du capital d'Hermès », *Les Echos*, 24 oct. 2010 ; « Hermès s'envole en Bourse et riposte à LVMH », *La Tribune*, 25 oct. 2010 ; « La famille Hermès n'est pas disposée à vendre », *Le Monde*, 25 oct. 2010 ; « LVMH-Hermès : les règles de transparence de l'AMF contournées », *Le Monde*, 25 oct. 2010 ; « Hermès/LVMH : la presse anglo-saxonne demande un changement de règles », *Le Monde*, 29 oct. 2010 ; « LVMH Loophole Should Be Closed », *Wall Street Journal*, 29 oct. 2010 ; S. LE PAGE, « Jean-Pierre Jouyet : "L'organisation des marchés doit être traitée en urgence" », *Les Echos*, 2 nov. 2010. V. encore en Allemagne l'affaire Porsche / Volkswagen : K. DE MEYER, « Polémique sur les achats secrets d'option », *Les Echos*, 22 août 2008 ; L. GRIES, « Affaire Volkswagen : Berlin promet de combler le vide juridique », *L'Agefi*, 29 oct. 2008 ; « Dopé par la spéculation, VW devient numéro un mondial », *Les Echos*, 29 oct. 2008 ; M. ROSEMAIN, « Les options d'achat au cœur de l'enquête du régulateur allemand », *Les Echos*, 27 nov. 2008 ; D. FAINSILBER, « Porsche renonce à prendre la majorité de Volkswagen cette année », *Les Echos*, 27 nov. 2008.

<sup>1844</sup> On peut également évoquer l'article L. 233-11 C. com., imposant de déclarer à l'AMF et à la société les clauses des accords prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote. L'objectif en est d'assurer la transparence des pactes d'actionnaires qui pourraient influencer sur l'appréciation des investisseurs en cas d'offre publique. Les instruments financiers à terme semblent entrer dans le champ d'application de cet article lorsqu'ils se dénouent physiquement ou que le dénouement peut se faire en numéraire ou physiquement au choix de l'une des parties (V. sur cette question H. BLANC-JOUVAN et M.-F. RAUTOU, « Instruments financiers à terme et obligations déclaratives au titre de l'article L. 233-11 du Code de commerce », *RTDF* janv.-févr. 2009, p. 59 ; D. OHL, « Les pactes d'actionnaires à l'épreuve du droit boursier », *D.* 2011, p. 323). Seules les ventes à terme semblent y échapper puisqu'un tel accord ne prévoit pas des « conditions préférentielles » de cession, la cession étant parfaite dès la conclusion du contrat. La lettre de l'article exclut également les instruments dérivés se dénouant uniquement en numéraire puisqu'il ne s'agit plus de conditions préférentielles de « cession ». Dans ce cadre, de tels instruments pourraient-ils être utilisés afin de contourner cette obligation, alors même que la livraison des actions sous-jacentes pourra être obtenue aisément au terme du contrat ? Il n'est pas certain que ces pratiques répondent à une telle stratégie. L'obligation de publication semble en effet peu respectée. En outre, la sanction de la disposition est la suspension des effets de la clause en période d'offre publique (Art. L. 233-11 al. 1 C. com.). Or elle est peu dissuasive dans les cas qui

## 1. L'évitement des règles de franchissements de seuils

**322.** – L'encadrement des franchissements de seuils, bien qu'en évolution constante<sup>1845</sup>, prend encore mal en compte la diversité des mécanismes permettant de monter dans le capital d'une société. De nombreuses fois retouché, le dispositif français intègre les règles européennes issues de la directive dite *Transparence*<sup>1846</sup> (a). Celle-ci n'a toutefois procédé qu'à une harmonisation minimale<sup>1847</sup>. Le droit français est plus contraignant, sans qu'il ne parvienne toutefois à encadrer correctement les pratiques qui nous préoccupent (b).

### a. Règles européennes

**323. – Présentation.** La directive *Transparence* du 15 décembre 2004 – remplaçant celle du 12 décembre 1988 *concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse*<sup>1848</sup> – instaure des obligations de déclaration des franchissements de seuils dans l'objectif de favoriser la transparence de la structure de vote au sein des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés réglementés<sup>1849</sup>.

Aux termes de l'article 9, le franchissement doit être déclaré à l'émetteur<sup>1850</sup> et à l'autorité compétente de l'État membre d'origine<sup>1851</sup> lorsque le pourcentage de droits de vote détenus, par

---

nous intéressent, ces accords servant rarement une stratégie de protection en cas d'offre publique. On remarquera toutefois que des sanctions administratives en cas de non-publication ne sont pas exclues (V. A. COURET, « Le régime des offres publiques issu de la loi sur les nouvelles régulations économiques », *D.* 2001, p. 1778, n° 22).

<sup>1845</sup> V. Loi n° 85-705 du 12 juillet 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions ; Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier ; loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques ; loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière ; Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale ; loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie ; loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier ; ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers ; ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions ; loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière ; loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives.

<sup>1846</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

<sup>1847</sup> Art. 3, *dir. préc.*

<sup>1848</sup> Directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988.

<sup>1849</sup> Considérant 18, directive 2004/109/CE, *préc.*

<sup>1850</sup> Art. 9 *dir. préc.*

<sup>1851</sup> Art. 19 § 3 *dir. préc.*

rapport aux actions de la société pourvues d'un droit de vote<sup>1852</sup>, passe au-delà ou en deçà de seuils déterminés. Ces franchissements peuvent résulter d'une acquisition ou d'une cession d'actions – constituant ainsi un franchissement actif –, ou d'un événement affectant la répartition des droits de vote au sein de la société, telle une modification du capital – constituant alors un franchissement passif.

L'article 10 vise, quant à lui, des hypothèses devant être assimilées à la propriété d'actions et donnant, en conséquence, lieu à déclaration selon les modalités de l'article 9. Sont ainsi pris en compte pour le calcul des seuils les droits de vote que l'intéressé a « *le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer* », dans certaines circonstances énumérées, notamment lorsqu'il a conclu un accord de cession temporaire avec un tiers<sup>1853</sup>. On pourrait en déduire que le cédant a l'obligation de continuer de prendre en considération les droits de vote attachés aux actions cédées temporairement pour le calcul des seuils de détention, puisqu'il a le droit de les acquérir. Les règles de franchissement de seuils ne pourraient donc être contournées à l'aide de cessions temporaires de titres, que le cédant serait assuré de se voir rétrocéder à terme. Toutefois, se défaisant de la propriété des titres, le cédant ne devrait-il pas au contraire arrêter de les prendre en compte dans le calcul des seuils et éventuellement procéder à une déclaration à la baisse, aux termes de l'article 9<sup>1854</sup> ? La combinaison des deux textes est délicate et la rédaction confuse de l'article 10 a entraîné des divergences dans les transpositions de la directive<sup>1855</sup>. La situation du cessionnaire n'a pas suscité les mêmes difficultés. Il est généralement considéré que l'article 10 s'applique : il a le droit d'exercer les droits de vote. L'article 9 suffit d'ailleurs : le cessionnaire est propriétaire et doit donc tenir compte des titres cédés pour le calcul des seuils selon l'article 9. On mentionnera, par ailleurs, que les titres faisant l'objet d'un usufruit doivent également être déclarés par l'usufruitier aux termes de l'article 10. Quant au nu-propriétaire, son statut n'est pas expressément réglé. Il semblerait qu'il soit considéré comme un propriétaire, entrant ainsi dans le champ de l'article 9<sup>1856</sup>.

L'article 13, enfin, s'intéresse aux instruments dérivés, en énonçant que « *les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient,*

---

<sup>1852</sup> Y compris les actions auxquelles un droit de vote est attaché lorsque l'exercice de celui-ci est suspendu.

<sup>1853</sup> Art. 10 b) directive 2004/109/CE.

<sup>1854</sup> C'est là la position que le CESR paraît avoir adoptée : CESR, *Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive*, CESR /05-407, juin 2005, n° 131.

<sup>1855</sup> V. Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, préc., spéc. 10.4 ; F. DEMARIGNY et C. CLERC, Rapport externe rendu pour la Commission européenne, *Transparency Directive Assessment Report*, préc., p. 124. V. égal. CH. CLERC et F. LEMARIGNY, « Faut-il réformer la directive transparence ? », *RTDF* 2010, n° 3, p. 20. V. égal. H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres assimilés », *RTDF* 2007, n° 3, p. 13, spéc. p. 15 et 16.

<sup>1856</sup> V. CESR, *rapp. préc.*, n° 151 ; Rapp. CJCE, 22 décembre 2008, affaire 48/07, « Les vergers du Vieux Tauves SA », *Bull. Joly* 2009, p. 613, note F.-X. LUCAS.

*directement ou indirectement, des instruments financiers qui lui donnent le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions, auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé ».*

Ce dispositif demeure néanmoins insatisfaisant. D'abord, la combinaison de l'article 13 et des articles 9 et 10 a soulevé des difficultés d'interprétation. Ensuite, le champ d'application de l'article 13 est limité et ne couvre pas l'ensemble des pratiques qui nous préoccupent. En outre, les modalités de la notification n'autorisent qu'une transparence imparfaite. Nous verrons enfin que des propositions de modification de la directive ont été récemment formulées.

**324. – La question de l'agrégation des droits de vote de l'article 13.** Une difficulté majeure d'interprétation de l'article 13 est apparue très rapidement. Les droits de vote qui y sont visés doivent-ils être agrégés à ceux des articles 9 et 10 pour le calcul des seuils ? La directive s'attache à identifier les investisseurs susceptibles d'avoir accès au droit de vote immédiatement ou à terme, peu importe que le droit national leur reconnaisse la qualité d'actionnaire. Dans cette perspective, la combinaison des articles 9, 10 et 13 pourrait sembler simple : les droits de vote visés aux articles 10 et 13 doivent être assimilés à ceux de l'article 9. Lorsque tous les droits de vote ainsi visés dépassent un des seuils de l'article 9, le titulaire doit opérer une déclaration<sup>1857</sup>. À défaut, en effet, un investisseur pourrait détenir 4,9 % de droits de vote et avoir le droit d'en acquérir à terme 4,9 % sans avoir à déclarer sa position : les obligations de notification seraient donc très peu contraignantes et ne permettraient pas de réaliser les objectifs poursuivis lors de l'élaboration de la directive. D'ailleurs, l'article 13 paraît clair : « *les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement, des instruments financiers (...)* ». Le terme « également » suggère une absence de distinction entre les actions visées de l'article 9 et celles de l'article 13<sup>1858</sup>. Pourtant, des interprétations divergentes se sont rapidement fait jour<sup>1859</sup>. Certains se sont prononcés pour une lecture moins contraignante de l'article 13<sup>1860</sup>. Les droits de vote attachés aux actions sous-jacentes ne devraient pas être assimilés à ceux des articles 9 et 10 mais devraient faire l'objet d'une déclaration séparée. Cette interprétation paraît se fonder sur l'articulation des articles 12 et 13. En effet, l'article 12 traite de la procédure de notification « *requis en vertu des articles 9 et 10* » et précise le contenu et le délai de cette notification. L'article 13, quant à lui, donne compétence à la Commission pour préciser,

---

<sup>1857</sup> Semblant se prononcer en ce sens, P.-H. CONAC, « L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils », *RTDF* 2007, n° 3.

<sup>1858</sup> V. notamment Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, préc., spéc. n° 7.8.

<sup>1859</sup> V. sur cette question : Groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention présidé par B. Field, *rapp. préc.*, p. 8.

<sup>1860</sup> V. par ex. D. SERVAIS (sous la direction de), *Intégration des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Ed. de l'Université de Bruxelles, 2007, n° 895 et s.

notamment, le contenu et le délai de la notification, pouvant ainsi suggérer que la notification de l'article 13 est distincte de celle de l'article 9. En réalité, il semblerait que les premières propositions de directive optaient clairement pour un système d'assimilation. C'est au cours des négociations que les dispositions ont été obscurcies<sup>1861</sup>. La directive ne laisse ainsi pas ouvertement le choix entre un système d'assimilation et un système d'information séparée, ni n'opte clairement pour l'un ou l'autre : sa rédaction a été laissée délibérément obscure. Quelle interprétation adopter alors ?

Pour trancher, il est intéressant d'analyser les travaux postérieurs. La directive appelait l'adoption d'un texte de niveau 2 dans la procédure Lamfalussy<sup>1862</sup>, définissant ses modalités d'exécution. Le CESR, dans son avis sur les mesures de mise en œuvre de la directive<sup>1863</sup>, a clairement opté pour le système de l'information séparée. Il a affirmé, en effet, sans plus d'explications, que la directive *Transparence* n'exigeait pas que les instruments financiers de l'article 13 soient agrégés aux actions visées par les articles 9 et 10<sup>1864</sup>. La directive d'exécution<sup>1865</sup> ne prend pas expressément parti. Toutefois, sa rédaction suggère une orientation vers cette même thèse. L'article 11 § 2 énonce en effet : « *Aux fins de l'article 13, paragraphe 1, de la directive 2004/109/CE, le détenteur agrège et notifie tous les instruments financiers, au sens du paragraphe 1, liés au même émetteur sous-jacent* ». Si les instruments financiers de l'article 13 §1 doivent être agrégés entre eux, *a contrario* ils ne doivent pas l'être aux droits de vote visés par les articles 9 et 10 et doivent

---

<sup>1861</sup> Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, préc., spéc. n° 7.1 et s.

<sup>1862</sup> V. Comité des sages dirigés par A. Lamfalussy, *Rapport final – La régulation des marchés européens de valeurs mobilières*, 15 février, 2001, p. 12. V. égal. A. PIETRANCOSTA, « La modernisation des voies de l'harmonisation européenne du droit boursier », *Les Petites aff.* 6 octobre 2004, n° 200, p. 3 ; B. SOUSI, « L'approche Lamfalussy : une méthode douce pour « détricoter » l'harmonisation financière européenne ? », *D.* 2002, p. 3322 ; P. AÏDAN, « La communautarisation du droit des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* mars-avril 2002, n°2, p. 79 ; R. VABRES, *Comitologie et services financiers – Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier*, Préf. T. Bonneau, Dalloz, 2009, n° 13. Sur l'évolution de la procédure Lamfalussy suite à la réforme du système européen de surveillance financière : V. Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant les règles et principes généraux relatifs aux modalités de contrôle par les États membres de l'exercice des compétences d'exécution par la Commission, COM(2010) 83 final du 9 mars 2010 ; Règlement n° 1095/2010 du Parlement européen et du conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission. V. égal. A. PRÜM, « Le processus Lamfalussy sous examen », *Rev. dr. banc. et fin.* janv.-févr. 2008, p. 1 ; A.-C. MULLER, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avril 2011, p. 17 ; R. VABRES, « Instauration de l'Autorité européenne des marchés financiers et élaboration des normes techniques », *RTDF* 2010, n° 3, p. 64 et « La réforme du système européen de surveillance financière : les pouvoirs des autorités européennes de surveillance », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avril 2011, p. 19.

<sup>1863</sup> CESR, *Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive*, préc.

<sup>1864</sup> « *The Level 1 text does not require aggregation between financial instruments relevant Under Article 13 and holdings of voting rights under Article 9 or 10.* », *rapp. préc.*, n° 375.

<sup>1865</sup> Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.



être notifiés distinctement. Les modalités de la notification confirment cette orientation. Ainsi, le paragraphe 3 de l'article 11 qui détermine le contenu de la notification désigne « *la notification requise en vertu de l'article 13* » et non celle requise en vertu de l'article 9, ce qui semble suggérer qu'il existe deux notifications distinctes : celle de l'article 13 et celle de l'article 9. La Commission européenne a par ailleurs édité deux formulaires-type de notification<sup>1866</sup>, qui devaient être utilisés à l'essai jusqu'au 30 juin 2008<sup>1867</sup>. L'un d'eux<sup>1868</sup> comporte deux tableaux que le déclarant doit remplir. Le premier, A, concerne les actions visées par les articles 9 et 10. Le deuxième, B, concerne les instruments financiers de l'article 13. Un troisième tableau récapitulatif, A+B, est présenté comme optionnel, puisqu'il est indiqué : « *Total A+B – s'il y a lieu, conformément aux dispositions de droit interne* ». Il faut en déduire que la Commission opte pour un système d'information séparée, les États membres pouvant toutefois fixer des règles plus contraignantes puisque la directive ne procède qu'à une harmonisation minimale.

L'articulation de la directive de niveau 1 et des mesures d'exécution est toutefois sujette à discussion. La directive de niveau 1, nous l'avons vu, pourrait être interprétée comme imposant un système d'agrégation des actions et des instruments financiers donnant le droit d'acquérir des actions et cette solution serait cohérente avec les objectifs poursuivis par la directive. Or les mesures de niveau 2 ne peuvent revenir sur la directive de niveau 1. Quant aux rapports du CESR, ils n'ont aucune valeur normative. Quant à la directive de niveau 2, la Commission ne peut qu'adopter des mesures d'exécution<sup>1869</sup>. Il ne lui revient pas de prendre partie sur un « principe cadre » de la directive de niveau 1, et encore moins de contredire un tel principe cadre au niveau 1. À défaut, elle outrepasserait les pouvoirs qui lui ont été délégués en vertu de l'ancien article 202 du traité instituant la communauté européenne<sup>1870</sup>. Il est donc peu rigoureux de se

---

<sup>1866</sup> *Formulaires types pour la notification de l'acquisition ou de la cession de pourcentages importants de droits de vote ou de participations importantes en instruments financiers, et la notification de l'activité de teneurs de marché, conformément à la directive 2004/109/CE*, formulaire type TR-1 et formulaire type TR-2.

<sup>1867</sup> Lettre du Commissaire Mc Greevy au CESR du 5 mars 2007, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>1868</sup> Formulaire type TR-1.

<sup>1869</sup> C'est là l'application de l'ancien article 202 du Traité instituant la communauté européenne (TCE), qui prévoit que le Conseil des ministres peut conférer à la Commission les compétences d'exécution des règles qu'il établit. V. aujourd'hui les articles 290 et 291 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Sur la notion de mesure d'exécution : V. R. VABRES, *ouvr. préc.*, spéc. n° 31 et s.

<sup>1870</sup> Les textes de niveau 1, adoptés selon la procédure de codécision entre le Conseil des ministres et le Parlement, ont la même force normative que les actes de niveau 2 adoptés par la Commission : là où le traité ne distingue pas, il ne faut pas distinguer. Toutefois, la Commission se doit de respecter les textes de niveau 1, certes pour des raisons politiques, mais aussi parce qu'à défaut elle outrepasserait les pouvoirs qui lui ont été délégués en vertu de l'ancien article 202. La Cour de justice de l'Union européenne pourrait connaître de cette violation aux termes de l'ancien article 230 du Traité instituant la communauté européenne, devenu l'article 263 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Les membres du groupe Lamfalussy avaient envisagé l'éventualité d'une contrariété entre les mesures de niveau 1 et de niveau 2 (Comité des sages dirigés par A. Lamfalussy, *Rapport final – La régulation des marchés européens de valeurs mobilières*, préc., spéc. p. 45 et 46. V. égal. D. SERVAIS (sous la direction de ), *ouvr. préc.*, n° 15 et s.). Leur rapport indique que le Parlement est informé de l'élaboration des mesures d'exécution. S'il se rend compte que la Commission outrepassé les pouvoirs qui lui sont confiés, il adopte une résolution qui invite la Commission à revoir sa position. Cette résolution n'est pas

fonder sur les textes de niveau 2 pour déterminer le sens d'un principe cadre contenu dans la directive de niveau 1. Ce processus consistant à légiférer en laissant délibérément obscurs des principes déterminants afin de mieux les régler au niveau exécutif est d'évidence peu satisfaisant.

De façon prévisible, la directive *Transparence* a été interprétée de façon variable selon les États membres. Si beaucoup ont opté pour un système strict d'assimilation, quelques pays ont choisi le système de l'information séparée<sup>1871</sup>. La France s'est dirigée vers un système d'assimilation, qui coexiste avec des obligations d'information séparée<sup>1872</sup>. Notons que cette absence d'homogénéité des législations nationales aurait pu poser problème lorsque les actions d'une société sont cotées sur plusieurs marchés réglementés. Mais la loi applicable étant celle de l'État d'origine, les actions d'un émetteur sont soumises à un régime uniforme<sup>1873</sup>.

Ainsi, si l'on retient le système de l'agrégation, la déclaration doit être faite dès que l'intéressé a, ou aurait dû avoir, connaissance du franchissement de seuil, les textes de niveau 1 et 2 fixant les modalités de détermination de cette date<sup>1874</sup>. Si l'on adopte le système de l'information séparée, une déclaration est nécessaire aux termes de l'article 13 lorsque les droits de vote liés aux actions sous-jacentes atteignent les seuils fixés à l'article 9, indépendamment des droits de vote éventuellement possédés ou exercés au sens de l'article 9 ou 10.

**325. – Champ d'application restreint de l'article 13.** Ces incertitudes ont fait perdre à l'article 13 de la directive *Transparence* une grande partie de son utilité. Son champ d'application, tel que précisé par la directive portant modalités d'exécution, n'est de toute manière que limité et ne couvre pas tous les instruments financiers qui permettraient une prise de contrôle rampante.

---

contraignante pour celle-ci, mais, selon le Comité des sages : « *Compte tenu de l'importance que revêt l'équilibre institutionnel, il ne serait guère concevable que la Commission agisse autrement* ». Enfin, « *au cas où des difficultés politiques subsisteraient, elles devraient être discutées par les trois institutions (la Commission, le Parlement européen et le Conseil des ministres), dans les plus brefs délais* ». Le projet de Constitution pour l'Europe était plus clair sur la question de la hiérarchie des normes européennes puisqu'il distinguait les actes législatifs et les actes réglementaires. V. Projet de Traité établissant une Constitution pour l'Europe, art. 32.

<sup>1871</sup> V. Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, 27 mai 2010, spéc. n° 7.6. V. égal. *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, présentée par M. Ph. Marini, n° 695, enregistrée à la présidence du Sénat le 29 juin 2011.

<sup>1872</sup> Art. L. 233-9 et s. C. com.

<sup>1873</sup> V. sur ce point, Commission européenne, *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, 10 décembre 2008, n° 7 et s. V. égal. v. Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, préc., n° 9, note 24 ; Sur ce thème, v. : A. TENENBAUM, « La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers », in *Les défis actuels du droit financier*, sous la direction d'A. Couret et C. Malecki, Joly éd., 2010.

<sup>1874</sup> Art. 12 § 1 dir. 2004/109/CE, art 7 dir. 2007/14/CE.

Il est prévu que : « *Les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement, des instruments financiers qui lui donnent le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions, auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé* ». Conformément au mandat donné à la Commission dans la directive de niveau 1, la directive d'application reprend, en son article 11, les conditions dégagées par la directive *Transparence* en précisant que les instruments financiers en question s'entendent de ceux visés à l'annexe I, section C, de la directive 2004/39/CE<sup>1875</sup>. Elle précise par ailleurs le sens des termes « *acquérir de sa propre initiative seulement* » : « *le détenteur de l'instrument doit bénéficier, à l'échéance, soit du droit inconditionnel d'acquérir les actions sous-jacentes, soit du pouvoir discrétionnaire d'acquérir ou non ces actions* »<sup>1876</sup>. Elle définit enfin la notion d'accord formel, comme « *un accord contraignant en vertu de la législation applicable* »<sup>1877</sup>. L'articulation de ces deux articles appelle plusieurs observations.

Seuls les instruments financiers portant sur des actions négociées sur un marché réglementé entraînent une obligation de notification. Cela ne surprend pas puisque la réglementation européenne des franchissements de seuils, dans son ensemble, ne s'applique qu'aux actions cotées sur des marchés réglementés. Par ailleurs, les instruments financiers doivent porter sur des actions auxquelles sont attachés des droits de vote. Là également, cela est cohérent avec la solution adoptée en matière de détention d'actions : les articles 9 et 10 ne visent que les actions dotées d'un droit de vote. La solution est logique, encore, en ce que la volonté des rédacteurs était de mieux appréhender les modifications de la structure du vote dans les sociétés, c'est-à-dire d'assurer la transparence non des montées (ou descentes) dans le capital mais des évolutions en terme de pouvoir de vote. Les actions ne conférant pas le droit de vote sont donc exclues du calcul. Enfin, seuls les instruments financiers portant sur des actions déjà émises sont pris en compte. D'autres solutions auraient pu être retenues. Notamment, une information séparée aurait pu être imposée. Cette option s'explique par des raisons pratiques : les calculs auraient été singulièrement compliqués par une solution contraire. Il aurait fallu faire varier le dénominateur selon les instruments détenus et, outre la complexité du calcul, les informations publiées aurait finalement été peu lisibles.

---

<sup>1875</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

<sup>1876</sup> Art. 11 §1 al. 2 dir. 2007/14/CE.

<sup>1877</sup> Art. 11 §1 al. 3 dir. 2007/14/CE. La proposition de directive modifiant la directive transparence fait passer cette définition de la directive d'application à la directive cadre. (Art. 1<sup>er</sup>, Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission, 2011/0307 (COD), 25 oct. 2011, disponible sur <http://ec.europa.eu/>).

D'autres conditions restreignent de manière plus significative le champ d'application de l'article 13. Il est précisé, en effet, que les instruments financiers doivent donner au détenteur le droit d'acquérir les actions sous-jacentes « *de sa propre initiative* », c'est-à-dire qu'il « *doit bénéficier, à l'échéance, soit du droit inconditionnel d'acquérir les actions sous-jacentes, soit du pouvoir discrétionnaire d'acquérir ou non ces actions* ». Cette exigence doit être combinée avec celle d'un accord formel. Le champ des instruments dérivés satisfaisant ces conditions est limité.

L'achat à terme avec dénouement physique est ainsi couvert par cet article puisqu'il confère un droit inconditionnel d'acquérir les actions à l'échéance. Il en est de même de « l'achat » d'une option d'achat avec dénouement physique – contrat ou titre financiers –, c'est à dire de la conclusion d'une promesse de vente, « l'acheteur » en étant le bénéficiaire, puisqu'il confère à l'investisseur un droit discrétionnaire d'acquérir les actions à l'échéance. Remarquons que le texte ne fait pas de distinction entre les options européennes, qui ne peuvent être exercées qu'à l'échéance, et les options américaines, qui peuvent être exercées à tout moment jusqu'à l'échéance<sup>1878</sup>. Il suffit, en effet, que le droit discrétionnaire puisse être exercé à l'échéance. Il en va différemment si l'option est assortie de conditions – par exemple en cas d'option à « barrière activante »<sup>1879</sup>, qui ne peut être exercée que si le cours du sous-jacent atteint un cours fixé<sup>1880</sup>. La fixation de cette condition peut prendre plusieurs formes. Il se peut par exemple que la barrière doive être atteinte une seule fois au cours de la durée de l'opération, pendant une durée ou à un instant prédéterminé. Dans un tel cas, l'investisseur n'exerce pas son droit d'acquérir, à sa seule initiative au sens de la directive de niveau 2. Il est subordonné à la réalisation d'événements extérieurs<sup>1881</sup>. L'option n'a pas alors à être notifiée. Remarquons cependant que cette notion d'événement ou de condition extérieurs n'a pas véritablement de sens en pratique. En effet, en cas de souscription d'une option inconditionnelle, en théorie, l'investisseur pourra certes s'il le désire exercer son option et acquérir les actions sous-jacentes, et ce sans condition. Mais de fait, l'investisseur n'exercera son option que si le prix d'exercice de l'option est plus intéressant que le prix de l'action sur le marché. L'exercice de l'option par l'investisseur dépend donc, de fait, nécessairement d'une condition extérieure. L'existence d'une barrière activante réduit simplement la probabilité d'exercice. Par ailleurs, l'existence d'une telle règle permet d'échapper aisément à l'application de la réglementation des franchissements de seuil, par la stipulation d'une barrière

---

<sup>1878</sup> V. pour une définition, J. HULL, Edition française dirigée par P. ROGER avec CH. HENOT et L. DEVILLE, *Options, futures et autres actifs dérivés*, 6<sup>ème</sup> éd., Pearson Education, 2007, p. 7.

<sup>1879</sup> On pourrait également citer les options à barrière désactivante, qui ne peuvent plus être exercées si le cours du sous-jacent franchit un seuil fixé.

<sup>1880</sup> V. J. HULL, *ouvr. préc.*, p. 568.

<sup>1881</sup> V. CESR, *rapp. préc.*, n° 364 : « *To that end, CESR considers that entitled means that the holder has a legal right that is not dependent on any external factors that may affect such right (...)* » ; n° 364 : « *CESR considers "entitle the holder to acquire such shares on his own initiative alone" to mean something that the holder does on its own without the influence of any external factors.* »

peu contraignante. Les options à barrière activante entreraient toutefois dans le champ d'application de l'article 13 si, au cours de l'opération, le sous-jacent venait à satisfaire définitivement les conditions nécessaires afin que le souscripteur puisse exercer son droit d'option. Tel pourrait être le cas lorsque la barrière doit être franchie au moins une fois, à n'importe quel moment entre la souscription et l'échéance. Une fois la barrière franchie, le souscripteur est en droit d'acquérir le sous-jacent de manière discrétionnaire. Il doit donc tenir compte des actions sous-jacentes et éventuellement procéder à une notification. Enfin, il convient de souligner que la « vente » d'options de vente – c'est-à-dire une promesse d'achat, le « vendeur » étant le promettant –, n'est pas non plus prise en compte. Le « vendeur » ne peut en effet acquérir les titres « *à sa seule initiative* » : l'acquisition dépendra de la décision de « l'acquéreur », c'est-à-dire du bénéficiaire de la promesse.

Qu'en est-il des options ou contrats à terme fermes se dénouant au choix de l'une des parties en numéraire ou par la livraison du sous-jacent ? Le souscripteur ne pourra acquérir « *à sa seule initiative* » les titres que si le choix du mode de dénouement lui est laissé. À défaut, son cocontractant aurait la possibilité de lui imposer un dénouement en numéraire.

Qu'en est-il si ces mêmes instruments sont dénouables en numéraire ? Dans ce cas, en matière de contrat à terme ferme en position « acheteuse » ou d'option d'« achat », le souscripteur n'a pas le droit d'acquérir de sa propre initiative les actions sous-jacentes. Il n'a le droit qu'au paiement d'un différentiel de cours. Toutefois, dans le cadre d'un contrat financier, il est généralement aisé pour le souscripteur d'acquérir les titres qui ont souvent été acquis en guise de couverture<sup>1882</sup>. Remarquons que la même situation peut se présenter lorsque le sous-jacent est un indice représentant l'évolution d'un panier d'actions par exemple. Un avenant au contrat peut être conclu, les parties peuvent s'accorder tacitement sur la vente des titres à l'échéance, le souscripteur peut simplement demander à sa contrepartie au terme de l'opération de lui céder les titres acquis en couverture, ou encore le souscripteur peut racheter sur les marchés les titres écoulés par son cocontractant<sup>1883</sup>. Dans ce cas, les obligations de notification s'appliquent-elles ? Il faudrait pour cela qu'un « *accord formel* » ait été conclu. Peut être ainsi qualifié un avenant prévoyant la livraison physique des titres. La conclusion de l'avenant modifie la nature de l'instrument financier : il est désormais dénouable physiquement et l'on tombe dans une hypothèse déjà envisagée. À l'inverse, si à l'échéance, le souscripteur demandait la cession des actions sous-jacentes, il n'existerait aucun accord formel donnant naissance à une obligation de

---

<sup>1882</sup> V. FSA, *rapp. préc.*, n° 3.6 ; Takeover Panel, *rapp. préc.*, n° 3.2 ; Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, 27 mai 2010, spéc. 30 et annexe 9, n° 9.9 et s. ; AMF, *rapp. préc.*, p. 5 et s. V. égal. F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils – La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *art. préc.*

<sup>1883</sup> V. *supra* n° 320.

notification. Un accord verbal semblerait encore constituer un accord formel, le CESR, dans son rapport, prenant soin de préciser que l'existence d'un accord formel est indépendante de l'établissement d'un écrit<sup>1884</sup>. Entre les deux, subsiste l'hypothèse d'un accord tacite. Un tel accord est-il un « *accord formel* » au sens de la directive *Transparence* ? De prime abord, il serait tentant d'opter pour la qualification d'accord informel : les deux parties savent que la cession aura lieu à l'échéance sans toutefois avoir pris la peine de formaliser leur accord. Toutefois, la directive d'application définit l'accord formel comme un accord contraignant au sens du droit national. Il s'agirait donc de savoir si un contrat, au sens de l'article 1101 du Code civil, a été conclu. Un accord tacite ne pourrait-il constituer un contrat<sup>1885</sup> ? S'agissant d'un accord portant sur la cession de titres, il faudrait savoir s'il y a eu accord sur la chose et le prix, aux termes de l'article 1583 du Code civil. Si l'accord est tacite, il pourrait sembler peu vraisemblable que les parties se soient accordées sur la chose et sur le prix. Pourtant, la chose n'est-elle pas simplement l'ensemble des actions sous-jacentes et le prix, le cours du titre au terme du contrat multiplié par le nombre de titres ? A titre d'exemple, si les parties se livraient habituellement à ce genre d'opérations, donnant systématiquement lieu à l'échéance à une vente du sous-jacent, ne pourrait-on retenir l'existence d'un accord formel<sup>1886</sup> ? La difficulté résiderait alors dans la preuve d'un accord formel. Quoiqu'il en soit, il peut y avoir acquisition de titres *in fine*, sans pour autant qu'il existe un accord formel donnant lieu à notification. Le principe demeure la non-déclaration des instruments financiers se dénouant en numéraire. Le champ d'application de l'article 13 s'en trouve considérablement réduit : les acquisitions d'instruments permettant pourtant des prises de contrôle rampantes ne donnent pas lieu à notification. Inversement, remarquons que doivent être déclarés les instruments financiers avec dénouement physique, alors qu'il est rare en réalité que l'opération se dénoue effectivement physiquement : le plus souvent, afin de clôturer sa position, le souscripteur conclura une convention en sens contraire. Il n'y a donc pas de logique à imposer la notification des instruments financiers dénouables en numéraire et non de ceux dénouables physiquement.

Quant aux swaps spécifiquement, ils n'impliquent pas la livraison physique à l'échéance et leur souscripteur n'a aucun droit sur les actions sous-jacentes. Ils ne doivent donc normalement pas être pris en compte pour le calcul des seuils de détention. Toutefois, là encore, il est fréquent que son cocontractant acquière les titres en guise de couverture. Il serait donc possible que les parties concluent un accord aux termes duquel l'acquéreur cèdera ses actions à son cocontractant, à l'échéance du swap. Les mêmes difficultés que celles précédemment rencontrées se poseront

---

<sup>1884</sup> CESR, *rapp. préc.*, n° 366.

<sup>1885</sup> Sur le rôle du silence dans la formation des obligations, V. notamment : P. GODE, *Volonté et manifestations tacites*, Préf. J. Patarin, Puf, 1977, n° 288 et s.

<sup>1886</sup> V. sur l'importance des relations antérieures des parties dans l'interprétation du silence, P. DIENER, *Le silence et le droit*, th. Bordeaux, 1975, spéc. n° 82 et s.

alors : il s'agit de savoir ce qu'est exactement un accord formel. Et là encore, les titres pourront être acquis *in fine*, sans qu'il y ait lieu à déclaration.

Le champ d'application de l'article 13 est donc limité. Dans le cas de contrats financiers, on pourrait être tenté de minimiser la critique en soutenant que si le souscripteur de dérivés n'est pas dans l'obligation de se déclarer à la hausse, c'est que son cocontractant qui se couvre par l'acquisition d'actions – généralement une banque – sera contraint de le faire, ce qui limite de fait le recours à cette stratégie. Toutefois, il en sera rarement ainsi. En effet, il suffit pour la banque contractante de rester en deçà du premier seuil afin d'échapper aux obligations de déclaration. La directive prévoit en outre une exception à l'obligation de déclaration de franchissement de seuils lorsque les actions sont détenues par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement dans son portefeuille de négociation à deux conditions : que les droits de vote ne dépassent pas 5 % de la totalité des droits de vote de la société et qu'ils ne soient pas exercés ni utilisés autrement pour intervenir dans la gestion de l'émetteur<sup>1887</sup>. Il est donc aisé pour un investisseur de diviser ses souscriptions entre plusieurs banques qui chacune se couvriront en restant en deçà de 5 %.

Enfin, remarquons que l'article 13 ne s'applique qu'aux instruments qui donnent le droit d'acquérir des actions, et non à ceux qui donnent le droit de les céder. Celui qui consent une option d'achat (c'est-à-dire le promettant dans une promesse de vente) ou qui « achète » une option de vente (c'est-à-dire le bénéficiaire d'une promesse d'achat) ou encore celui qui vend à terme ses titres ne doit donc pas procéder, le cas échéant, à une notification à la baisse. La directive n'impose donc pas de notification des intérêts négatifs. Les positions à la hausse et les positions à la baisse ne doivent pas non plus être agrégées. Cette dernière solution ne surprend pas, en ce que le détenteur d'instruments financiers donnant le droit d'acquérir et de céder des actions, pourra exercer ses droits d'acquérir sans exercer ses droits de céder. Des instruments de types différents ne doivent donc pas se compenser.

**326. – Les imperfections de la notification.** Notons en outre que les informations devant être révélées lors du franchissement d'un seuil demanderaient à être renforcées. En effet, la directive d'application de 2007 ne requiert pas la mention du type d'instruments financiers donnant le droit d'acquérir des droits de vote. En cela, les rédacteurs ont suivi l'avis du CESR ayant affirmé que cette indication était inutile<sup>1888</sup>. Le comité a affirmé, d'une part, que les instruments financiers portaient des noms différents selon les États membres et que cette mention pourrait donc

---

<sup>1887</sup> Art. 9 § 6 dir. 2004/109/CE.

<sup>1888</sup> CESR, *rapp. préc.*, n° 380.

produire des confusions. Il a soutenu, d'autre part, que la mention n'était pas pertinente puisque l'important était uniquement de savoir que le détenteur est susceptible d'acquérir des titres à un moment donné. Ces arguments ne convainquent guère. En effet, la loi applicable étant celle de l'État membre d'origine, il importe peu que les instruments financiers portent des noms différents. En outre, cette difficulté n'est pas insurmontable. Si l'on admettait même qu'une clarification était nécessaire, il suffirait d'indiquer les caractéristiques de l'instrument financier, plutôt que son nom. De plus, la mention est pertinente : elle permet à l'émetteur comme à tout investisseur de se rendre compte exactement des conditions dans lesquelles ces titres peuvent être acquis et de déterminer la probabilité qu'ils le soient. Remarquons toutefois que le formulaire type de la Commission comportait une case « type d'instrument financier ». On peut encore souligner que l'identité du cocontractant n'est pas requise. Le CESR avait en effet affirmé que cette mention n'était pas utile. Elle peut toutefois se révéler utile pour comprendre les montages en jeu et pour identifier les intérêts économiques, sans pour autant alourdir démesurément l'obligation d'information.

Au-delà de ces remarques sur ses imperfections, la notification appelle d'autres observations. Notons, aux termes des articles 11 3 d), que doit être indiquée la période d'exercice ou la date à laquelle les droits d'acquisition peuvent être exercés. Il en résulte que les instruments doivent être déclarés, le cas échéant, dès leur acquisition et non pas à la date d'ouverture de l'option. La situation est logique et la solution inverse aurait abouti à diminuer considérablement l'intérêt de la réglementation. La question s'était toutefois posée en droit français<sup>1889</sup>. Enfin, notons que la notification porte sur les droits de vote pouvant être acquis aux termes de l'article 13 de la directive *Transparence*, peu important le taux de couverture des instruments financiers<sup>1890</sup>. Le taux de couverture est le nombre d'actions que le titulaire d'instruments financiers doit acquérir afin de se couvrir, calculé à partir d'un chiffre nommé *delta* propre à chaque instrument et évolutif<sup>1891</sup>. Or il peut arriver que ce dernier ne soit pas égal au nombre d'actions pouvant être acquises à l'échéance<sup>1892</sup>. La directive *Transparence* ayant pour ambition de mieux cerner les modifications de la structure de vote immédiatement ou à terme, elle fait logiquement porter l'obligation de notification sur les titres pouvant être acquis à l'échéance<sup>1893</sup>.

---

<sup>1889</sup> V. *infra* n° 331.

<sup>1890</sup> V. CESR, *rapp. préc.*, n° 359.

<sup>1891</sup> V. V. *infra* n° 335, 459 et s., 543.

<sup>1892</sup> V. sur ce point, S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques », *art. préc.*, spéc. p. 372.

<sup>1893</sup> V. toutefois sur la méthode du *delta* retenue en matière d'instruments dénouables en numéraire : *infra* n° 335, 543.



**327. – Évolution de la réglementation.** Du fait de la survenance de plusieurs affaires témoignant de ce que les instruments dérivés dénouables en numéraire étaient utilisés à des fins de contournement des dispositifs de transparence et suite à l'adaptation des législations de plusieurs États membres, la Commission européenne a lancé une procédure de consultation sur une éventuelle modernisation de la directive *Transparence*<sup>1894</sup>, suivie d'une proposition de directive<sup>1895</sup>. Les modifications tiendraient essentiellement en trois points. En premier lieu, le système de l'assimilation serait consacré<sup>1896</sup> : les actions visées par l'article 13 seraient agrégées à celles des articles 9 et 10. Et il est précisé que l'acquisition des actions sous-jacentes donne lieu à une nouvelle notification. En second lieu, les instruments dénouables en numéraire seraient pris en compte<sup>1897</sup>. Plus précisément, l'article 13 viserait désormais les « *instruments financiers qui, à l'échéance, (...) donnent, en vertu d'un accord formel, soit le droit inconditionnel d'acquérir, soit la faculté d'acquérir des actions auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé* », auxquels sont ajoutés les instruments financiers « *aux effets économiques semblables* » à ceux précités, « *qu'ils donnent droit à un règlement physique ou non* ». La directive reprendrait ainsi les termes jusqu'alors employés par la directive d'application pour définir ce que la directive-cadre désignait sous la dénomination « *instruments financiers qui donnent le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement (...)* ». Le recours à la notion d'accord formel est quant à lui abandonné. Le soin de fixer les modalités d'exécution du texte est confié à l'*Autorité européenne des marchés financiers* (ESMA). Les instruments conférant un droit inconditionnel d'acquérir semblent viser les contrats à terme, tandis que ceux conférant la faculté d'acquérir seraient les « achats » d'option d'achat, c'est-à-dire la souscription d'une promesse d'achat. Continueraient d'être exclues les promesses dont la possibilité de levée d'option est soumise à condition. Seraient encore écartés les instruments financiers portant sur des actions à émettre. Le deuxième élément de définition des instruments dont le sous-jacent doit être comptabilisé, permet de prendre en compte les instruments à dénouement monétaire ou à dénouement monétaire ou physique au choix de l'une des parties, et notamment les swaps. La détermination exacte du champ d'application de ces dispositions relève toutefois de l'ESMA. Ces deux premières propositions de modification permettraient ainsi de pallier une grande partie des défauts de la directive de 2004. Mentionnons néanmoins que l'assimilation des instruments dérivés dénouables en numéraire et de ceux dénouables physiquement ne serait pas parfaite,

---

<sup>1894</sup> Commission européenne, *Consultation document on the modernisation of the Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, 27 mai 2010, disponible sur <http://ec.europa.eu/>.

<sup>1895</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission, 25 oct. 2011, COM(2011) 683 final, disponible sur <http://ec.europa.eu/>. V. égal. S. TORCK, « Vents de réforme sur le régime des déclarations de franchissements de seuils », *Dr. sociétés* 2012, n° 2, comm. 30.

<sup>1896</sup> Art. 1<sup>er</sup> (31), *Proposition préc.*, p. 21.

<sup>1897</sup> Art. 1<sup>er</sup> (30), *Proposition préc.*, p. 19.

puisque les travaux les plus récents ont opté pour un mode de calcul des seuils différent selon que l'on est dans l'un ou l'autre cas<sup>1898</sup>. La troisième proposition tient à affirmer que la directive serait d'harmonisation maximale. Le système de l'harmonisation minimale qui est jusqu'à présent celui de la directive *Transparence* a en effet soulevé quelques critiques<sup>1899</sup>. Il serait un frein à l'intégration des marchés et les différences de réglementation qui en résulte seraient onéreuses pour les investisseurs. La nouvelle directive interdirait ainsi toute disposition plus stricte en matière de franchissements de seuils<sup>1900</sup>. Les États pourraient toutefois fixer des seuils de déclaration plus bas si la structure dispersée de l'actionnariat le justifie. On peut regretter cet aspect de la proposition. Car si un relèvement du seuil de l'harmonisation minimale est indispensable à l'encadrement de ces pratiques, une harmonisation maximale risquerait d'établir des standards peu contraignants sans que les États membres puissent opter pour un régime plus complet<sup>1901</sup>. Le système français devrait notamment être assoupli. Relevons néanmoins que la proposition a été par la suite modérée, puisqu'en l'état actuel des travaux, l'harmonisation maximale ne concernerait que le calcul des seuils de notification, l'agrégation des droits de vote attachés à des actions et des droits de vote attachés à des instruments financiers, et les exemptions aux exigences de notification<sup>1902</sup>.

**328. – Conclusion.** Ainsi, les dispositions européennes ne parviennent pas encore à saisir l'intégralité des techniques permettant des prises de contrôle rampantes, le problème résidant essentiellement en l'absence de prise en compte de nombreux instruments dérivés pouvant pourtant donner lieu à une livraison physique des titres sous-jacents à terme. En outre, le peu de clarté de la directive sur l'agrégation ou non des actions pouvant être acquises du fait de la titularité d'instruments financiers aux actions effectivement détenues, rend possible des systèmes de non-assimilation très peu contraignants. Les transferts temporaires de titres sont mieux encadrés mais des incertitudes demeurent. La proposition de modification de directive, portant à la fois sur l'assimilation et l'intégration des instruments dénouables en numéraire dans le champ

---

<sup>1898</sup> Conseil de l'Union européenne, *Compromis de la présidence relatif à la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission*, 2011/0307(COD), 25 mai 2012, <http://www.consilium.europa.eu/>. V. *infra* n° 335 et 543.

<sup>1899</sup> V. notamment Commission européenne, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, rapp. préc., n° 6. Rapp. CESR, *Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, janv. 2010, spéc. n° 6. V. égal. sur cette question H. FLEISCHER et K. DECKERT, « La réforme de la directive transparence : harmonisation minimale ou pleine harmonisation des règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils ? », *RTDF* mai 2011, p. 40.

<sup>1900</sup> Art. 1<sup>er</sup> (24), *Proposition préc.*, p. 17.

<sup>1901</sup> V. sur les défauts de l'harmonisation maximale : A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, Préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, 2012, spéc. n° 237 et s.

<sup>1902</sup> Conseil de l'Union européenne, *Compromis de la présidence relatif à la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission*, préc.

des instruments donnant lieu à déclaration, permettrait de pallier la majeure partie des difficultés soulevées. Que la nouvelle directive soit d'harmonisation maximale est en revanche plus discutable.

## b. Législation française

**329.** – En France, la première loi relative aux franchissements de seuils a été adoptée le 12 juillet 1985<sup>1903</sup> et rapidement complétée par la loi du 2 août 1989<sup>1904</sup>. Depuis, les dispositions qui en sont issues ont été modifiées à de nombreuses reprises afin de prendre en compte l'évolution des marchés et des exigences européennes<sup>1905</sup>. Notamment, la directive *Transparence* a été transposée par la loi du 26 juillet 2005<sup>1906</sup> ainsi que par l'ordonnance du 30 janvier 2009<sup>1907</sup> reprenant, partiellement seulement, les conclusions du rapport *sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention* rédigé par le groupe travail dirigé par B. Field et missionné

---

<sup>1903</sup> Loi n° 85-705 du 12 juillet 1985 relative aux participations détenues dans les sociétés par actions.

<sup>1904</sup> Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier. V. A. VIANDIER, « Sécurité et transparence du marché financier – Commentaire des Titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989 », *JCP éd. E* 1989, 15612.

<sup>1905</sup> Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (V. notamment, A. COURET, « Les dispositions de la loi no 98-546 du 2 juillet 1998 portant DDOEF concernant le droit des sociétés », *Bull. Joly* 1998, p. 709 ; H. DE VAUPLANE, « L'amélioration de la compétitivité de la Place de Paris à l'heure du passage à l'euro : commentaires de la Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 », *Bull. Joly bourse* 1998, p. 412 ; N. RONTCHEVSKY, *RTD com.* 1998, p. 884) ; Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques ; Loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière (V. notamment H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *Bull. Joly bourse* 2003, p. 859 ; Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale (V. notamment D. OHL, Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières, *Bull. Joly bourse* 2004, p. 689).

<sup>1906</sup> Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. V. T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils » ; *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 694 ; F. BUCHER, « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuil après la loi Breton du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly* 2005, p. 1307 ; J.-J. DAIGRE, « Commentaire des aspects de droit des marchés financiers de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (titre IV) », *Rev. sociétés* 2005, p. 559 ; G. KELLNER et Q. FOURNIER, « Offres publiques et franchissements de seuils sur Alternext », *JCP éd. E* 2005, n° 50, 1817 ; M. LOY, « La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils – Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie », *JCP éd. E* 2005, n° 36, p. 1285. V. égal. H. SEGAIN, « Les franchissements de seuil : évolutions récentes », *RTDF* 2008, n° 2, p. 7.

<sup>1907</sup> Ord. n° 2009-105 du 30 janv. 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions. V. P.-H. CONAC, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF », *Rev. sociétés* 2004, p. 477 ; D. OHL, « L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », *art. préc.* ; F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils - La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *art. préc.* ; A. VIANDIER, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *JCP éd. E* 2009, 1248 ; H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT MARS et J.-P. BORNET, « Franchissements de seuils et déclarations d'intention – Rachat d'actions – Contrat de liquidité », *Banque et droit mars-avril* 2009, p. 39. V. égal. H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT MARS et J.-P. BORNET, « Franchissements de seuils – Déclaration d'intention », *Banque et droit sept.-oct.* 2009, chron. p. 36.

par l'AMF<sup>1908</sup>. La loi de simplification du droit du 22 mars 2012 est venue dernièrement parfaire le dispositif.

Les éléments principaux du dispositif légal français méritent d'être brièvement rappelés. Il faut noter, d'abord, qu'aux termes des articles L. 233-7 et suivants du Code du commerce, les seuils peuvent être franchis en droits de vote ou en capital, tandis que le droit européen n'imposait qu'un calcul en droits de vote. En cela, le droit français n'a pas pour seule ambition la transparence de l'évolution de la structure de vote, mais également l'information du public sur les modifications de la structure de l'actionnariat<sup>1909</sup>. Il favorise donc tant la transparence de la répartition et de l'évolution du pouvoir, que celle des intérêts économiques qu'un investisseur détient au sein de la société<sup>1910</sup>. Il en résulte que l'intégralité des titres de capital et des titres conférant un droit de vote entrent dans le champ d'application du dispositif légal. Cette information est complétée par les déclarations d'intentions, obligatoires à l'occasion du franchissement de certains seuils<sup>1911</sup>.

En outre, nous le verrons plus en détail<sup>1912</sup>, le dispositif vise non pas tant la détention actuelle d'actions ou de droits de vote, que la vocation à la détention. Il s'agit d'imposer d'avertir le marché, la société, ses actionnaires, de toute potentialité de montée dans le capital, alors même que celle-ci ne serait pas immédiate, ni même certaine.

Les obligations de déclaration de franchissements de seuils concernent, par ailleurs, les titres des sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur les marchés réglementés. Lorsqu'un seuil est franchi, à la hausse ou à la baisse, de manière passive ou active, la société et l'AMF doivent en être informées<sup>1913</sup>. L'AMF se chargera ensuite de l'information du public<sup>1914</sup>. Elles concernent également les actions admises aux négociations sur « *un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier* ». Sont ainsi visées les sociétés dont les titres sont admis sur un système multilatéral de négociation. Le législateur s'est donc montré plus exigeant que ce que la directive *Transparence* lui imposait. Dans ce cas, toutefois, les obligations sont

---

<sup>1908</sup> Groupe de travail présidé par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, octobre 2008.

<sup>1909</sup> V. G. CARREZ, Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi (n° 2249), après déclaration d'urgence, *pour la confiance et la modernisation de l'économie*, 25 mai 2005.

<sup>1910</sup> Sur les objectifs poursuivis par les déclarations de franchissements de seuils, v. M. C. SCHOUTEN, « The Case for Mandatory Ownership Disclosure », 15 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 127-182 (2010).

<sup>1911</sup> Art. L. 233-7 VII C. com.

<sup>1912</sup> Notamment, *infra* n° 330.

<sup>1913</sup> Art. L. 233-7 al. 1 et 2 C. com.

<sup>1914</sup> L. 233-14 VII C. com.

allégées. Ainsi, la déclaration doit être faite à la société. L'AMF n'en est informée que lorsque la personne gérant le marché d'instruments financiers en fait la demande<sup>1915</sup>. Ensuite, le nombre de seuils donnant lieu à information est réduit, aux termes de l'article 223-15-1 du Règlement général de l'AMF<sup>1916</sup>. Enfin, les obligations de déclaration d'intentions ne s'appliquent pas<sup>1917</sup>.

Il s'agit d'envisager ici les questions spécifiques que soulève l'application de ces dispositions aux hypothèses de dissociation du droit de vote et de l'aléa social préalablement décrites. Après avoir tenté de cerner les situations donnant lieu à déclaration ( $\alpha$ ), nous examinerons les difficultés nées des hypothèses d'exemption ( $\beta$ ), puis des modalités de sanction du non-respect de ces dispositions ( $\gamma$ ).

### **$\alpha$ . Situations donnant lieu à déclaration**

**330. – Présentation.** Les articles L. 233-7 et suivants fixent le champ de l'obligation de déclaration, de telle manière que ce qui la fait naître n'est pas tant la propriété que la vocation à la propriété. C'est en ce sens que sont allées les réformes successives. Mais cette volonté est ancienne. À titre d'exemple, il est considéré que le délai de trois jours de négociation laissé à l'acquéreur pour déclarer un franchissement de seuil ne court pas à partir de l'inscription en compte, date du transfert de propriété, mais dès la date d'exécution de l'ordre<sup>1918</sup>. L'obligation de déclaration naît donc avant le transfert de propriété, dès que celle-ci a vocation à être acquise, ou du moins qu'il existe une probabilité qu'elle le soit. C'est dans cet esprit qu'ont été rédigés des articles L. 233-7 et L. 233-9.

L'article L. 233-7, visant celui qui vient à « *posséder* » un certain nombre d'actions, semble s'appliquer à celui qui devient propriétaire d'actions représentant une fraction déterminée du capital ou des droits de vote, de manière active ou passive. L'article L. 233-9 assimile, quant à lui, à la propriété visée par l'article L. 233-7, des cas où, sans être propriétaire, une personne est susceptible d'exercer une influence sur l'exercice du droit de vote ou d'acquies à terme des

---

<sup>1915</sup> V. égal. l'article L. 233-7-1 qui rend obligatoire la déclaration à l'AMF lorsque les actions de la société ont cessé d'être admises aux négociations sur un marché réglementé pour être admises aux négociations sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives et réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, et ce pendant trois ans.

<sup>1916</sup> 50 % ou 19/20<sup>èmes</sup> du capital ou des droits de vote.

<sup>1917</sup> Art. L. 233-7 VII C. com.

<sup>1918</sup> C'était là une position ancienne de la COB (COB, *Rapport annuel*, 1993, p. 116 ; COB, *Rapport annuel*, 2000, p. 77), suivie par la pratique (ANSA, 2010-IV, n° 100046 ; ANSA, Comité juridique du 4 juillet 1990, communication n° 2509, p. 5).

actions, qu'elles soient ou non assorties du droit de vote<sup>1919</sup>. Cet article soumet donc à déclaration des investisseurs qui n'ont pas nécessairement la qualité d'actionnaire<sup>1920</sup>. L'article L. 233-10 s'attache enfin à définir la notion de concert et pose des présomptions d'action de concert – les personnes agissant de concert devant agréger leurs titres aux fins du calcul des seuils en vertu de l'article L. 233-7 et L. 233-9.

Il convient de déterminer si les pratiques consistant à dissocier le droit de vote de l'aléa social sont susceptibles d'entrer dans le champ de ces dispositions. Nous analyserons d'abord le traitement des instruments dérivés puis celui des transferts temporaires de titres.

**331. – Instruments dérivés – Généralités.** Il s'agit ici de se demander si les instruments financiers à terme dont le sous-jacent est une action doivent être pris en compte aux fins de détermination du numérateur.

L'article L. 233-9 I 4° assimile aux cas visés par l'article L. 233-7, « *les actions déjà émises qu'une personne est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier* », de même que « *les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions* ». Cet article, modifié par l'ordonnance du 30 janvier 2009, reprend les termes de la directive, en ajoutant toutefois que les seuils peuvent être franchis en capital comme en droit de vote. Le législateur a opté, en outre, pour un système d'assimilation et non d'information séparée, ce que confirme le règlement général de l'AMF<sup>1921</sup>. La loi de simplification du droit du 22 mars 2012<sup>1922</sup> a ajouté un 4° bis à l'article L. 233-9,

---

<sup>1919</sup> On notera que les assimilations dictées par l'article L. 233-9 paraissent ne pas s'appliquer en cas de franchissement d'un seuil statutaire, en l'absence de disposition contraire (V. en ce sens P.-H. CONAC, « Franchissements de seuil », *Rép. Dalloz sociétés*, mars 2011, mise à jour juin 2012, n° 240 ; A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques, ouvr. préc.*, n° 393). En effet, l'article L. 233-7 III, permettant la fixation de seuils supplémentaires dans les statuts de la société, ne renvoie ni à l'article L. 233-9 I ni à l'article L. 233-7 I, fixant les seuils légaux, mais se contente d'employer les termes de « *détention de capital ou des droits de vote* ». Ceci laisse supposer que l'obligation de déclaration ne naît que lorsque l'actionnaire est propriétaire d'un nombre d'actions supérieur au seuil statutaire ou que leur est attaché un nombre de droits de vote supérieur à ce seuil.

<sup>1920</sup> V. l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF qui l'affirme explicitement. V. égal. sur cette question Comité juridique de l'ANSA, « Franchissements de seuils de participation : portée du principe d'assimilation à la possession d'actions soumises à déclaration – Faculté pour le droit français d'être plus exigeant que la directive n° 2004/109 "transparence" », *Bull. ANSA* 2008-III, n° 08-022. *Contra*, défendant l'idée que l'article L. 233-9 ne s'applique que si l'intéressé est par ailleurs actionnaire : F. MARTIN LAPRADE, *Concert et Contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Préf. E. Scholastique, Avant-Propos Ph. Bissarra, Joly éd., 2007, n° 152, 195, 196.

<sup>1921</sup> Art. 223-11 I RG AMF.

<sup>1922</sup> Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives. (L'article entre en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2012.) V. J. BUHART et N. LAFONT, « Franchissements de seuils – La fin du Far-West », *JCP éd. G* 2012, n° 7, p. 979 ; A. COURET et B. DONDERO, « La loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives – aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly* 2012, p. 360 et p. 441 ; A. GAUDEMET, « Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars

assimilant aux actions de l'article L. 233-7 : « *Les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier réglé en espèces et ayant pour cette personne ou l'une des personnes mentionnées aux 1° et 3° un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument financier* ».

Trois remarques préliminaires peuvent être faites. En premier lieu, comme la directive, l'article L. 233-9 I 4° ne vise que les instruments portant sur des actions déjà émises. Ainsi qu'il a déjà été mentionné, une solution contraire aurait rendu le système complexe et les déclarations peu lisibles<sup>1923</sup>. Ces instruments doivent en revanche faire l'objet d'une déclaration séparée à l'occasion d'un franchissement de seuil<sup>1924</sup>. La rédaction de l'article L. 233-9 I 4° exclut encore les obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes : de telles obligations ne permettent pas d'acquérir des actions déjà émises, mais des actions émises ou à émettre<sup>1925</sup>.

En deuxième lieu, l'article L. 233-9 I 4° fait référence aux accords et les instruments mentionnés à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. Seuls les premiers étaient mentionnés jusqu'à l'ordonnance du 30 janvier 2009. Certains doutaient alors que le terme « accord » visât l'ensemble des instruments financiers<sup>1926</sup>. Tous les instruments financiers, titres ou contrats, sont désormais clairement pris en compte. D'autres types de contrats y sont également inclus.

Enfin, ces instruments entrent dans le champ de l'article L. 233-9 du moment qu'ils donnent le droit d'acquérir des actions « *immédiatement ou à l'échéance* ». Jusqu'à l'ordonnance du 30 janvier 2009, la précision n'existait pas. Certains estimaient alors que les options ne devaient être

---

2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *Bull. Joly* 2012, p. 484 ; S. TORCK, « Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *Dr. sociétés* mai 2012, p. 26 ; CH. GOYET, N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, *Chron., RTD com.* 2012, p. 360 ; B. ZABALA, « Le traitement des instruments dérivés à dénouement monétaire : le choix de la transparence par assimilation », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 207. V. égal. P.-H. CONAC, « Proposition de loi relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives adoptée par l'Assemblée nationale le 18 oct. 2011 », *Rev. sociétés* 2012, p. 59 ; H. LE NABASQUE, « Les apports des lois des 14 et 22 mars 2012 », *Rev. dr. banc. fin.* mai 2012, p. 69 ; « À propos des lois de simplification du droit qui ne simplifient rien ! », *Bull. Joly* 2012, p. 381 ; S. TORCK, « Vents de réforme sur le régime » des déclarations de franchissements de seuils », *art. préc.*

<sup>1923</sup> V. *supra* n° 325.

<sup>1924</sup> Art. L. 233-7 I C. com. et 223-14 RG AMF.

<sup>1925</sup> La lecture du Règlement général de l'AMF confirme cette interprétation. Il ne vise pas ces instruments dans la liste non exhaustive qu'il dresse des instruments rentrant dans le champ de l'article L. 233-9 I 4° (Art. 223-11 II RG AMF). Il mentionne aussi que ces obligations doivent faire l'objet d'une information séparée au titre de l'article L. 233-7 I al. 3 (Art. 223-14 III 1° RG AMF. V. *infra* n° 336). À contrario, elles ne devraient pas être incluses dans le calcul des seuils de détention.

<sup>1926</sup> V. F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, *art. préc.*

déclarées qu'au moment de l'ouverture de la fenêtre d'exercice<sup>1927</sup>, ce qui réduisait considérablement l'intérêt de la disposition dans le cas où la promesse était affectée d'un terme suspensif, notamment en cas d'options françaises. Aujourd'hui, il ne fait plus de doute que les options françaises comme les options américaines doivent être déclarées dès leur conclusion.

D'autres traits de ces deux dispositions méritent une étude plus approfondie. Nous nous intéresserons successivement à l'article L. 233-9 I 4°, puis plus spécifiquement aux instruments dénouables en numéraire régis par l'article L. 233-9 I 4° bis.

**332. – Instruments dérivés – Art. L. 233-9 I 4°.** L'article L. 233-9 I 4° utilise les mêmes termes que la directive *Transparence* en visant « *les actions (...) qu'une personne est en droit d'acquérir à sa seule initiative* ».

Cette disposition a pour effet d'exclure les accords ou instruments conditionnels. Sont ainsi écartées les options dont le droit d'exercice est soumis à condition, telles les options à barrière activante, et les options de vente que la personne a consenties. Le droit d'acquérir serait alors soumis à une condition extérieure à la volonté du souscripteur, ne dépendant pas de « *sa seule initiative* ». Les options à barrière activante ne devront être prises en compte dans le calcul du seuil que lorsque la condition mise à leur exercice sera définitivement réalisée<sup>1928</sup>.

Sont également exclus les instruments financiers dénouables en numéraire ou dénouables en numéraire ou physiquement au choix de l'autre partie. Dans le premier cas, il n'existe pas de droit d'acquérir les actions sous-jacentes. Dans le second, ce droit ne s'exerce pas à la seule initiative de l'investisseur mais dépend de la volonté de sa contrepartie.

Au contraire sont inclus les accords ou instruments pour lesquels le transfert à terme est soumis à la seule volonté de l'investisseur. Il en est de même de ceux pour lesquels le transfert à terme est certain. Le caractère certain du transfert à l'échéance n'est pas, en effet, de nature à faire échapper ces instruments ou accords du champ de la disposition, sous prétexte qu'elle vise un transfert « *à la seule initiative* » de l'investisseur : le transfert étant certain, ces accords ou instruments doivent être *a fortiori* soumis à déclaration<sup>1929</sup>. Comme en droit européen, l'article ne

---

<sup>1927</sup> En ce sens, H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », *art. préc.* ; *Bull. ANSA*, Comité juridique du 4 juill. 1990, n° 141. V. égal. Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi (n° 2249), *préc.* V. même après la réforme de 2009 : A. VIANDIER, *préc.*, n° 358. V. *contra*, P.-H. CONAC, *art. préc.*, n° 103.

<sup>1928</sup> V. art. 223-11 II RG AMF.

<sup>1929</sup> *Ibid.*



visé donc que les instruments financiers – et accords – dénouables physiquement ou dénouables physiquement ou en numéraire au choix de la partie concernée par la déclaration. Parmi eux, ne sont concernés que les achats à terme (*forwards* et *futures*) et « l'achat » d'options d'achat (*call*) qui ne sont soumises à aucune condition extérieure. Au-delà des instruments dérivés, sont également visés par le texte les promesses de vente, notamment celles qui seraient consenties dans le cadre d'une convention de portage ou d'un transfert de propriété à titre de garantie. De même, le vendeur à réméré entre dans le champ de cette disposition : il ne devra donc pas se déclarer à la baisse.

Enfin, l'article L. 233-9 I 4° ne vise que les actions que la personne est en droit « d'acquérir » : les actions qu'une personne est en droit de céder ne donnent pas lieu à déclaration et ne doivent pas venir compenser les actions que cette personne est en droit d'acquérir, ainsi que le précise l'article 223-11 II du Règlement général de l'AMF. Ainsi, une éventuelle déclaration à la hausse de l'investisseur en vertu de l'article L. 233-9 I 4° n'engendre pas une déclaration à la baisse de son cocontractant. Si ce dernier est déjà propriétaire des titres – ce qui n'est pas nécessairement le cas, puisque le transfert de propriété ne devra avoir lieu qu'à terme –, il devra en tenir compte selon l'article L. 233-7.

**333. – Instruments dérivés – Instruments dénouables en numéraire.** L'article L. 233-9 I 4° bis, relatifs aux instruments dénouables en numéraire, est récent puisqu'il résulte de la loi du 22 mars 2012. Avant d'en analyser le contenu, il n'est pas inintéressant de se pencher sur la situation antérieure, ce qui éclairera les raisons de la genèse de ce dispositif nouveau.

**334. – Instruments dérivés – Instruments dénouables en numéraire avant la loi du 22 mars 2012.** Avant l'adoption de la loi du 22 mars 2012, les instruments dérivés n'étaient abordés que par l'article L. 233-9 I 4°. Étaient donc exclus du champ de ces dispositions les instruments dérivés dénouables en numéraire, ou dénouables en numéraire ou physiquement au choix d'une personne autre que l'intéressé.

On aurait néanmoins pu être tenté d'utiliser deux voies indirectes pour faire entrer certains d'entre eux dans le champ des articles L. 233-7 et suivants. Mais un tel effort paraissait voué à l'échec dans une grande majorité des hypothèses envisageables. D'une part, lorsqu'il pouvait être démontré que les parties avaient pour objectif de s'échanger les actions à terme, il n'était pas inimaginable qu'un accord au sens de l'article L. 233-9 I 4° pût être caractérisé dans certaines hypothèses. Le terme « accord » utilisé par les textes français est plus imprécis, en effet, que la notion européenne d'accord formel, défini comme un accord contraignant au sens du droit national. La question de sa signification exacte s'est déjà posée dans le cadre de la définition de la

notion de concert, le même vocable étant utilisé à l'article L. 233-10 du Code de commerce<sup>1930</sup>. Et le terme pourrait être d'acception plus large que la notion de contrat<sup>1931</sup>. Une telle interprétation aurait conduit à englober au sein de l'article L. 233-9 I 4° des instruments dénouables en numéraire<sup>1932</sup>. Mais force est de constater que la preuve de l'intention des parties aurait été particulièrement délicate. D'autre part, dans les cas où l'on ne pouvait prouver l'existence d'un accord permettant à l'investisseur d'acquérir des actions à sa seule initiative, on aurait pu tenter d'invoquer l'existence d'une action de concert entre l'investisseur et son cocontractant, généralement un prestataire de service d'investissement. Il aurait fallu, pour ce faire, prouver l'existence d'un « accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société »<sup>1933</sup>. Rapporter la preuve d'un accord n'aurait, là encore, pas toujours été chose facile. Et la preuve d'un accord n'aurait pas suffi. Le concert suppose, en effet, une stratégie, des objectifs communs vis à vis de la société, qui seuls peuvent justifier la solidarité qui découle de la qualification de concert. Un accord par lequel l'un s'engage seulement à céder et l'autre à vendre n'est pas

---

<sup>1930</sup> V. sur cette question, O. DEXANT – DE BAILLIENCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, th. Paris 2, 2010, n° 313 et s. ; Y. GUENZOU, *La notion d'accord en droit privé*, th. Cergy-Pontoise, 2007, notamment n° 63 et s. ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Préf. H. Synvet, Economica, 2007, n° 540 et s. V. égal. D. MARTIN et A. VIANDIER, « Lexique de l'action de concert », *RJDA* 4/92, p. 239 ; A. VIANDIER, *OPA, OPE et Autres offres publiques, ouvr. préc.*, n° 1431 et s. ; D. SCHMIDT et CL. BAJ, « Récentes évolutions de l'action de concert », *Rev. dr. banc.* 1992, p. 184 ; CH. GOYET, « Le critère de l'action de concert selon D. Schmidt : éléments de discussion », *Mélanges D. Schmidt*, Joly éd., 2005, p. 293 ; D. SCHMIDT, « Action de concert », *art. préc.*, n° 16. V. encore B. OPPEIT, « Le consentement sans l'échange : le concours des consentements – le concours implicite », *Rev. jur. com.* 1995, n° spécial *L'échange des consentements*, p. 69 et s.

<sup>1931</sup> V. *Dictionnaire de l'Académie française*, 9<sup>ème</sup> éd., Imprimerie nationale / Fayard, 2005, V° Accord : « *Communion de pensées, de sentiments, de volontés ; entente qui en résulte* ». V. égal. G. CORNU (sous la direction de), *préc.*, V° Accord : « 1° Rencontre de deux volontés ; terme générique synonyme de convention » ; « 3° Plus vaguement, entente ».

<sup>1932</sup> Lorsqu'un avenant prévoyant la livraison physique a été conclu, la solution s'impose : les actions doivent être prises en compte pour le calcul des seuils au titre de l'article L. 233-9 I 4°. Un accord tacite pourrait également donner naissance à une obligation de déclaration, dès lors qu'il porte sur la chose et sur le prix. Un accord pourrait encore être caractérisé en l'absence d'un contrat au sens du droit civil. Il pourrait en être ainsi lorsque la validité d'un contrat a été mise en cause ou s'il n'existe pas d'accord suffisamment précis sur la chose et sur le prix (V. toutefois s'opposant à une telle acception du terme accord (au sujet de l'action de concert cependant) : D. MARTIN et A. VIANDIER, *art. préc.* ; A. VIANDIER, *préc.* ; T. BONNEAU et L. FAUGEROLAS, *Les offres publiques – OPA, OPE, garantie de cours, retrait...*, Préf. J.-F. Lepetit, EFE, 1999, n° 203. V. au contraire A.-C. MULLER, *préc.* : « Le terme accord ne vise plus une rencontre de volontés, il peut résulter d'une "harmonisation volontaire des comportements, sans que l'on puisse y voir un véritable échange de consentements." »). Ne pourrait-on encore rapprocher la notion d'accord de celle de pratique concertée propre au droit des ententes ? (L'article 101 du TFUE distingue les accords, supposant un « concours de volontés », des pratiques concertées. Une pratique concertée sera généralement constituée par un parallélisme de comportements qui ne saurait s'expliquer autrement que par une concertation. Le parallélisme de comportements ne constitue toutefois pas une entente. Il n'est qu'un élément de preuve, permettant de présumer la pratique concertée. Il est insuffisant, à lui seul, à la prouver [CJCE, 14 juillet 1972, *Imperial Chemical Industries Ltd. contre Commission des Communautés européennes*, 48-6]. V. L. VOGEL, *Droit européen des ententes et abus de position dominante*, Lawlex, 2010, n° I-37 et s. ; A. DECOCQ et G. DECOCQ, *Droit de la concurrence – Droit interne et droit de l'Union européenne*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2012, n° 229 et s. V. égal. la position de la CA de Paris dans l'affaire Sacyr / Eiffage, en matière de concert : Paris 1<sup>ère</sup> ch. Sect. H 2 avril 2008, 07/11675, *Bull. Joly* 2008, p. 411, note H. LE NABASQUE ; *JCP éd. E* 2008, n° 25, 1828, note Y. PACLOT ; *Rev. sociétés* 2008, p. 394, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 2008, p. 390, note CH. GOYET.)

<sup>1933</sup> Art. L. 233-10 I C. com.

constitutif d'un concert<sup>1934</sup>. Or les accords qui nous intéressent sont souvent uniquement d'ordre patrimonial et exclusifs de la poursuite d'une politique commune<sup>1935</sup>. Le prestataire d'investissement souhaite seulement satisfaire son client en lui permettant d'acquérir des actions sous-jacentes, sans chercher ni à contrôler la société ni à mettre en œuvre avec lui une politique commune. Une action de concert n'aurait donc pu être qu'exceptionnellement caractérisée<sup>1936</sup>. Il aurait pu en être autrement, toutefois, si un accord en vue d'exercer les droits de vote attachés aux actions sous-jacentes avait été conclu. Le prestataire de services d'investissement se serait alors départi de son simple rôle d'intermédiaire financier pour exercer un rôle politique et il n'aurait pas été exclu qu'une volonté d'exercer une politique commune eût pu être caractérisée.

Les instruments dénouables en numéraire restaient donc largement en dehors du champ du dispositif légal. Les articles L. 233-7 et suivants prenant insuffisamment en compte la diversité des mécanismes qui permettent un ramassage discret de titres d'une société, était-il possible toutefois de se placer sur un autre fondement pour sanctionner une absence d'information<sup>1937</sup> ? La question s'est posée essentiellement pour les instruments financiers à terme dénouables en numéraire. Mais les solutions qui ont été dégagées pour ceux-ci, et qui n'ont plus d'intérêt aujourd'hui, pourraient être transposées à d'autres instruments non pris en compte par les articles L. 233-7 et s., telles les options conditionnelles.

Certaines juridictions étrangères n'ont pas hésité à sanctionner l'utilisation d'instruments dérivés dénouables en numéraire alors même que les textes ne soumettaient pas explicitement leur souscripteur à déclaration. À titre d'exemple, un juge américain a sanctionné l'utilisation d'*equity* swaps, afin de bâtir une position économique importante dans une société dans l'objectif d'acquérir à terme une participation<sup>1938</sup>. Mais le droit américain s'y prêtait mieux que le droit français puisque les dispositions régissant les déclarations en cas de franchissement de seuils ne

---

<sup>1934</sup> En ce sens, D. SCHMIDT ET CL. BAJ, « Récentes évolutions de l'action de concert », *art. préc.*, spéc. 186 : « *Le concept d'action de concert ne s'applique pas à de telles stipulations, au regard desquelles les intéressés agissent, non plus dans le même sens, mais en sens opposé* ». V. égal. A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, *ouvr. préc.*, n° 1493.

<sup>1935</sup> L'appréciation large de cette notion en jurisprudence semble insuffisante pour englober de tels objectifs. V. Cass. com. 27 oct. 2009, *Gecina*, trois arrêts, n° 08-18819, *Bull. civ. IV* 2009, n° 136, n° 08-17782 et n° 08-18779 ; *Bull. Joly* 2010, p. 158, note H. LE NABASQUE ; *Rev. sociétés* 2010, p. 112, note F. MARTIN-LAPRADE ; *L'essentiel Dr. contrats* déc. 2009, n° 11, p. 2, note A.-C. MULLER ; *RTD com.* 2010, p. 173, note N. RONTCHEVSKY ; *D.* 2009, p. 2836, note D. SCHMIDT.

<sup>1936</sup> V. toutefois envisageant cette possibilité : D. OHL, « L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », *art. préc.* ; S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les "intérêts économiques" ? », *art. préc.*

<sup>1937</sup> V. égal. J. CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, th. Paris 2, 2012, n° 606 et s.

<sup>1938</sup> *CSX Corp. v. The children's Investment Fund Management (UK) LLP*, 562 F.Supp.2d 511 (SDNY 2008). En appel, toutefois, les juges ont refusé de se prononcer sur la question de savoir si une telle situation pouvait être qualifiée de « *beneficial ownership* » – à l'exception de l'un d'eux qui y a apporté une réponse négative. *CSX Corp. v. The children's Investment Fund Management (UK), LLP*, US Court of Appeals for the Second Circuit, 18 juill. 2011.

visent pas seulement la propriété juridique mais le « *beneficial ownership* »<sup>1939</sup>, destiné à appréhender les propriétés économiques. Le juge a ainsi inclus dans cette notion les actions sous-jacentes des *equity swaps*. Un cas semblable s'est présenté en Suisse<sup>1940</sup>. Un *hedge fund* avait placé des actions entre les mains de cocontractants, auprès desquels il avait ensuite souscrit des CFD<sup>1941</sup>. Il s'assurait ainsi de pouvoir aisément récupérer les titres. Le fonds a été poursuivi pour non-déclaration du franchissement de seuils. La loi suisse imposait une obligation de déclaration en cas de détention directe ou indirecte d'actions, le premier seuil étant fixé à 3 %<sup>1942</sup>. La Commission des banques, approuvée par les juges de première et de seconde instances, a sanctionné le fonds en considérant que l'opération mise en place constituait une acquisition indirecte d'actions, en ce qu'il se réservait ainsi le contrôle potentiel des droits de vote<sup>1943</sup>.

En droit français, plusieurs fondements pouvaient permettre d'appréhender ces comportements.

Le fondement de la fraude, d'abord, pouvait sembler opportun<sup>1944</sup>. Celle-ci consiste à contourner une règle de droit impérative par des moyens qui sont, en eux-mêmes, légaux<sup>1945</sup> et sa

---

<sup>1939</sup> Un *hedge fund* avait conclu des *equity swaps* auprès de diverses banques, chaque contrat portant sur moins de 5% des actions de la société. Chacune avait acquis les actions sous-jacentes. La législation américaine imposant à un investisseur une obligation de déclaration lorsqu'il détient directement ou indirectement plus de 5 % des actions dotées du droit de vote d'une société (Section 13 (d), Securities Exchange Act of 1934), aucune déclaration n'avait été faite, ni par les banques ni par leur client. Ce dernier avait par ailleurs rapidement contacté les dirigeants de la société afin d'influer sur la gestion en les informant qu'il avait acquis une quantité importante d'actions. Il avait également effectué diverses démarches aux fins de préparation d'un LBO dont la société aurait fait l'objet. Ce n'est qu'ultérieurement que le *hedge fund* a dénoué certains swaps et acquis les titres sous-jacents, puis lancé en sus une bataille de procurations. Il fut alors poursuivi pour avoir notamment manqué à son obligation de déclaration du franchissement du seuil de 5 %. Le texte vise la détention d'actions, et plus précisément le « *beneficial ownership* », notion plus large que la propriété incluant le pouvoir de voter ou de contrôler l'exercice du droit de vote et le pouvoir de disposer des titres ou de contrôler la manière dont il en est disposé (Rule 13d-3 (a), Securities Exchange Act of 1934). Or la conclusion d'*equity swaps* ne peut être qualifiée de détention directe ni de détention indirecte. Il n'était pas certain non plus qu'on pût qualifier l'investisseur de *beneficial owner* car il n'avait ni pouvoir de voter ni de disposer des actions. Toutefois, une autre disposition, très large, assimile au *beneficial owner* celui qui utiliserait des voies détournées afin d'éviter de se voir ainsi qualifier et d'échapper, en conséquence, à ses obligations de notification (Rule 13d-3 (b), Securities Exchange Act of 1934 ; 17, Code of federal regulation, 240, 240.13d). C'est sur cette disposition, et sur une interprétation téléologique du dispositif de déclaration, que le juge s'est fondé afin de sanctionner la non-déclaration de ses participations par le *hedge fund*.

<sup>1940</sup> Affaire Laxey / Implenia, Commission fédérale des banques, 7 mars 2008 ; Tribunal fédéral Suisse, 11 mars 2010. V. égal. Commission fédérale des banques, *Rapport de gestion*, 2008, p. 28.

<sup>1941</sup> Sur la notion de CFD, voir *supra* n° 318.

<sup>1942</sup> Art. 20, Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995.

<sup>1943</sup> La loi suisse prévoit aujourd'hui que l'acquisition indirecte « s'entend notamment des opérations portant sur des instruments financiers qui offrent la possibilité économique d'acquérir des titres en vue d'une offre publique d'acquisition » (Art. 20 2 bis, Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995, introduit par la loi du 22 juin 2007, en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> déc. 2007). Mais ce n'était pas le cas à l'époque et l'interprétation de la Commission était audacieuse.

<sup>1944</sup> Comp. J. CHACORNAC, *th. préc.*, n° 626 et s.

<sup>1945</sup> V. J. VIDAL, *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français – Le principe « Fraus omnia corrumpit »*, Préf. G. Marty, Dalloz, 1957. V. égal. J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit*, 5<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012, n° 231 et s.

caractérisation suppose la réunion de trois éléments : une règle obligatoire éludée, l'intention frauduleuse ainsi qu'un moyen efficace pour éluder l'application de la loi<sup>1946</sup>. Dans les cas qui nous intéressent, les dispositions impératives éludées sont les articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, faisant peser une obligation d'information sur celui qui acquiert notamment des instruments financiers susceptibles de lui permettre une acquisition aisée de droits de vote ou d'actions à terme, dans l'objectif d'éviter des prises de contrôle rampantes et opaques. L'acte de contournement consisterait en la conclusion d'accords ou d'instruments financiers ne donnant pas lieu à déclaration aux termes des articles L. 233-7 et suivant, accompagnée de l'acquisition des actions sous-jacentes, soit directement auprès de son cocontractant, soit en profitant de la revente des actions acquises en couverture par sa contrepartie sur le marché – alors que le résultat atteint par cette double opération aurait pu être obtenu par des moyens plus simples mais soumis à déclaration. Il faudrait encore démontrer l'intention de contourner la loi, c'est-à-dire la volonté de monter dans le capital de manière occulte et d'échapper à ses obligations de déclaration de franchissement de seuil. Cela supposerait de prouver la volonté de l'intéressé d'acquérir les actions à l'issue de l'opération, lors de la souscription des dérivés ou à un moment déterminé au cours de l'opération, suffisamment en amont du dénouement. Il semblerait possible de déduire, de cette seule volonté *ab initio*, celle de frauder la loi. Car quel autre motif pourrait alors expliquer le comportement de l'investisseur ? La caractérisation d'une fraude aurait cependant pu difficilement permettre d'appliquer les sanctions prévues en cas de défaut de déclaration d'un franchissement de seuils. En effet, d'abord, la preuve de la fraude paraissait délicate<sup>1947</sup>. Surtout, le principe de légalité consacré par l'article 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales paraissait s'opposer à ce qu'une telle pratique fût l'objet d'une sanction administrative sur le fondement de la fraude. Relevons toutefois que la fraude aurait pu fonder d'autres sanctions, tel l'engagement de la responsabilité civile de son auteur<sup>1948</sup>.

---

<sup>1946</sup> V. J. VIDAL, *préc.*, p. 62. Ces trois conditions sont parfois regroupées et présentées sous la forme d'un élément matériel – des actes de contournement d'une loi impérative – et d'un élément intentionnel – la volonté de contourner la loi : A. BENABENT, *Droit civil – Les obligations*, Montchrestien, 13<sup>ème</sup> éd., 2012, n° 161 et s. ; PH. MALINVAUD et D. FENOUILLET, *Droit des obligations*, Litec, 11<sup>ème</sup> éd., 2010, n° 286 et s.

<sup>1947</sup> Elle nécessitait en effet la démonstration de la volonté de l'intéressé, *ab initio*, d'acquérir les titres sous-jacents. Elle aurait supposé que des actes extérieurs eussent été accomplis, tels une prise de contact avec les dirigeants de la société cible, l'organisation d'un financement permettant l'acquisition de titres, le montage d'une opération future portant sur les titres, des échanges imprudents avec des intermédiaires...

<sup>1948</sup> On remarquera que l'AMF n'a pas suivi cette voie dans l'affaire Wendel qui aurait pu être traitée sur ce fondement, mais s'est appuyée sur les dispositions du Règlement général relatives à l'information des marchés. La Commission des sanctions a cependant relevé que « le mécanisme mis en œuvre l'a été dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi ». (Commission des sanctions de l'AMF, 13 déc. 2010, Décision à l'égard de la société Wendel SA, de M. Jean-Bernard Lafonta et de la société Deutsche Bank Paris ; *Rev. dr. banc. fin.* mars-avril 2011, p. 88, note D. BOMPOINT et S. TORCK ; *Bull. Joly bourse* 2011, p. 257, note T. BONNEAU ; *D.* 2011, p. 855, note A. GAUDEMET ; *Rev. sociétés* 2011, p. 212, note H. LE NABASQUE ; H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT MARS et J.-P. BORNET, « Chronique de droit financier et boursier », *Banque et Droit* mars-avril 2011, p. 46 ; *Dr. sociétés* juin 2011, comm. 114, note R. MORTIER ; *Journ. sociétés* sept. 2011, p. 30, note B.

Les dispositions du Règlement général de l'AMF sur l'information permanente pouvaient encore être utilement invoquées. L'article 223-2 fait obligation à tout émetteur, « dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 ou sont supports d'un contrat à terme ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché réglementé »<sup>1949</sup>, de divulguer les informations privilégiées qui le concernent directement<sup>1950</sup>. L'émetteur ne peut en différer la publication qu'à trois conditions : la divulgation immédiate est de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes, l'absence de divulgation immédiate n'est pas de nature à induire en erreur le public et l'émetteur est en mesure de conserver la confidentialité de l'information en contrôlant l'accès. L'article 223-6 fait encore obligation à toute personne « qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier », de porter les caractéristiques de cette opération à la connaissance du public. Là encore, lorsque la confidentialité de l'opération est nécessaire et si l'intéressé est en mesure de la préserver, il peut momentanément retarder la divulgation de l'information.

Ce sont ces deux fondements que l'AMF – approuvée en cela par la cour d'appel de Paris<sup>1951</sup> – a utilisé pour sanctionner une prise de contrôle rampante réalisée à l'aide de dérivés dénouables en numéraire, dans la décision rendue à l'encontre de Wendel, société d'investissement, et du président de son directoire<sup>1952</sup>. Celle-ci avait en effet contracté des *equity* swaps portant sur les titres de la société Saint-Gobain, auprès de plusieurs banques qui s'étaient couvertes en acquérant les actions sous-jacentes. L'opération portait sur 24 % du capital. Aucune banque n'avait toutefois acquis plus de 5 % du capital, de sorte qu'aucun franchissement de seuil n'avait dû être déclaré – seule l'une d'entre elles avait procédé à une déclaration, en raison de positions construites dans d'autres opérations. Dans le même temps, la société d'investissement s'était vue consentir des « accords de financement » portant sur le nominal des contrats de swaps, c'est-à-dire lui conférant les ressources nécessaires pour acquérir les actions sous-jacentes. Elle avait également approché la direction de la société cible, en lui faisant part de projets de montée dans le capital. Par la suite, elle dénoua progressivement les swaps. Les banques revendirent alors sur le marché les actions qui leur servaient jusqu'alors de couverture, tandis que la société d'investissement acquérait, en parallèle, un nombre d'actions équivalent. Il ne paraissait donc pas,

---

MARPEAU et J. PASTERNAK ; *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avril 2011, 74, note S. TORCK), l'expression « prescriptions destinées à garantir l'information financière » semblant renvoyer aux dispositions législatives sur le franchissement de seuils (V. en ce sens D. BOMPOINT et S. TORCK, *note préc.* ; T. BONNEAU, *note préc.* V. toutefois soulignant les difficultés d'interprétation A. GAUDEMET, *note préc.*).

<sup>1949</sup> Art. 223-1 A RG AMF.

<sup>1950</sup> Sur la définition de l'information privilégiée : art. 621-1 RG AMF.

<sup>1951</sup> Paris pôle 5, ch. 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 404, note J.-J. DAIGRE ; *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 51, note A. GAUDEMET ; *Rev. Sociétés* 2012, p. 586, note H. LE NABASQUE ; *JCP éd. E* 2012, n° 31, 1487, note P. PAILLER.

<sup>1952</sup> Commission des sanctions de l'AMF, 13 décembre 2010, *préc.*

*a priori*, y avoir d'accord au sens de l'article L. 233-9 entre les banques et leur client. Ce dernier savait toutefois que les banques qui s'étaient couvertes par l'acquisition du sous-jacent devraient revendre leurs titres sur les marchés lors du dénouement : il lui suffisait donc de racheter ces titres au fur et à mesure. Cela lui permettait d'agir en toute discrétion et sans que les cours ne varient du fait de ventes ou d'acquisitions massives. À l'issue de l'opération, Wendel détenait 17,6 % du capital de Saint-Gobain et en était ainsi le principal actionnaire. Les franchissements de seuils n'ont été déclarés qu'au fur et à mesure des acquisitions d'actions. Sans entrer dans le détail de la motivation de la Commission des sanctions, on peut relever qu'elle précise qu'aucun des éléments de l'opération – la conclusion des swaps, la conclusion d'un accord de financement puis l'acquisition d'actions –, pris distinctement, n'était susceptible de constituer un manquement à son règlement général. Elle ne sanctionne donc pas l'absence de déclaration de swaps portant sur une partie importante du capital, pas plus que l'acquisition d'une quantité importante de titres lors du dénouement. Ce qui est condamné est l'opération prise dans sa globalité, c'est-à-dire l'acquisition d'une participation déterminante à l'aide de dérivés dénouables en numéraire, sans que le marché n'ait été informé à aucun moment, alors que l'intéressé avait souscrit ces dérivés à dessein.

Les articles 223-2 et 223-6 ont ainsi servi de palliatif à l'absence de prise en compte des instruments dénouables en numéraire par les articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce. Et contrairement à la fraude, ils ne sont pas qu'un moyen de sanctionner un comportement *a posteriori*<sup>1953</sup>. Ils offrent, *a priori*, un fondement concret à la déclaration de souscription de dérivés dénouables en numéraire dans le cadre d'une opération de prise de participation. Remarquons d'ailleurs que, du point de vue des sanctions, ces articles sont dissuasifs. La sanction administrative encourue est la même que celle encourue en cas de violation des articles L. 233-7 et suivants. Il n'existe aucune sanction pénale, mais, dans le cadre des franchissements de seuils, celle-ci n'est que très rarement mise en œuvre et peu dissuasive. Il n'est toutefois pas au pouvoir de l'AMF de prononcer la privation des droits de vote. Mais remarquons que la mise en œuvre d'une telle sanction en cas de franchissement de seuils à l'aide de dérivés dénouables en numéraire, si elle est possible, est discutée<sup>1954</sup> et incertaine. Malgré le caractère dissuasif des sanctions, ces obligations n'ont cependant pas la même efficacité que les obligations de déclaration de franchissement de seuils. En effet, si le contenu des obligations de franchissement de seuils est clairement défini par le Règlement général de l'AMF, l'information exigée dans le cadre des articles 223-2 et 223-6 est bien moins précise : il s'agira de porter à la connaissance du public l'information privilégiée dans un cas, « *les caractéristiques de l'opération* » dans l'autre. De plus, aux termes des articles L. 233-7 et suivants, chaque franchissement doit être déclaré. On ne peut

---

<sup>1953</sup> Sur la référence à la fraude, apparaissant dans la décision de la Commission des sanctions, V. *supra*.

<sup>1954</sup> V. *infra* n° 344.

en exiger autant sur le fondement des articles 223-2 et 223-6. Surtout, la preuve de l'existence d'une information privilégiée et d'une « opération financière » au sens de l'article 223-6 est délicate. Il existe donc un aléa dans la sanction du comportement, qui ne se retrouve pas dans celle des franchissements de seuils. Les articles 223-2 et 223-6 du Règlement général de l'AMF permettent donc la sanction de comportements exceptionnels mais ne sont pas suffisamment dissuasifs pour les exclure totalement et assurer une information pertinente du marché.

L'instrumentalisation de ces deux fondements a été dénoncée<sup>1955</sup>. Et il est vrai, d'une part, qu'ils permettaient pour la première fois de sanctionner de telles pratiques et, d'autre part, que leur utilisation comblait opportunément les lacunes des articles L. 233-7 et suivants. Il a été relevé, en premier lieu, que la prévention des prises de contrôle rampante n'était pas l'objectif des autorités lors de l'adoption de ces deux dispositions, qui trouvaient plutôt à s'appliquer pour assurer la transparence des offres publiques. Il a été noté, en second lieu, que les auteurs du rapport sur les franchissements de seuils précité<sup>1956</sup> avaient prôné la prise en compte des instruments financiers dénouables en numéraire pour le calcul des franchissements de seuils, solution que les rédacteurs de l'ordonnance de 2009<sup>1957</sup> ont écartée. Il faudrait en déduire la volonté des autorités de ne pas soumettre à transparence ces pratiques. Ces deux critiques méritent toutefois d'être nuancées. Ces dispositions du Règlement général de l'AMF ne tendent pas, en effet, à encadrer spécifiquement le lancement d'offres publiques, mais plus généralement à assurer la transparence des marchés<sup>1958</sup>. Éviter que des opérations de grande ampleur sur les titres d'un émetteur puissent se dérouler en toute opacité paraît donc conforme à la volonté des rédacteurs des textes. En outre, la mise en œuvre de ces fondements ne vise pas à imposer une information pour toute souscription de dérivés dénouables en numéraire. Ils autorisent seulement la soumission à déclaration de telles souscriptions, lorsque leur seul objectif est d'assurer une prise de contrôle rampante susceptible d'avoir un effet sensible sur le marché. On ne saurait affirmer là-encore que cela irait à l'encontre de la volonté du législateur. Si celui-ci a refusé en 2009 de soumettre les dérivés dénouables en numéraire aux prescriptions des articles L. 233-7 et suivants, ce n'était d'évidence pas pour autoriser leur utilisation à des fins de prise de contrôle rampante, mais seulement pour ne pas alourdir les obligations des acteurs financiers, la probabilité qu'ils utilisent ces instruments à des fins semblables étant considérée à l'époque

---

<sup>1955</sup> Notamment, A. GAUDEMET, note *préc.* sous Paris Pôle 5, chambre 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307 ; H. LE NABASQUE, note *préc.*, sous AMF 13 déc. 2010.

<sup>1956</sup> Groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention présidé par B. Field, *Rapport préc.*, oct. 2008.

<sup>1957</sup> Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, ratifiée par l'article 15 I de la loi n° 2009-1255 du 19 octobre 2009.

<sup>1958</sup> V. H. LE NABASQUE, note sous Paris 31 mai 2012, *Rev. sociétés* 2012, p. 586



comme faible, voire inexistante<sup>1959</sup>. Les mêmes arguments peuvent être transposés aux instruments financiers qui ne sont toujours pas pris en compte après la réforme de 2012.

Un autre article, non évoqué par la Commission des sanctions, mais relevé par son rapporteur<sup>1960</sup>, pouvait encore servir de fondement à la sanction de ce type d'opérations. L'article L. 451-1-2 du Code monétaire et financier fait obligation aux émetteurs<sup>1961</sup> de publier un rapport financier annuel. L'article 222-3 du RG AMF fixant le contenu du rapport renvoie à l'article L. 225-100 du Code de commerce. Ce texte prévoit notamment que « *le rapport comporte (...) des indications sur l'utilisation des instruments financiers par l'entreprise, lorsque cela est pertinent pour l'évaluation de son actif, de son passif, de sa situation financière et de ses pertes ou profits* ». Un rapport omettant de mentionner une exposition de près de 20 % à la performance d'un autre titre est d'évidence irrégulier. Cette disposition permettrait donc de sanctionner aisément ce genre de comportements. Pour autant, l'annualité du rapport et la masse d'informations qu'il contient ne lui permettent pas d'être suffisant pour assurer une transparence convenable de ces pratiques. Il s'agit là encore d'un outil d'ordre correctif. Il faudrait encore que l'investisseur en question puisse être qualifié d'émetteur au sens de l'article L. 451-1-2.

Ces solutions ont perdu une grande partie de leur intérêt puisque les instruments à dénouement monétaires sont aujourd'hui appréhendés par l'article L. 233-9 I 4° bis. Le champ des articles L. 233-7 demeurant néanmoins encore incomplet, un raisonnement similaire ne serait pas exclu s'il était fait recours à d'autres instruments dérivés pour mener à bien des stratégies semblables.

**335. – Instruments dérivés – Instruments dénouables en numéraire après la loi du 22 mars 2012.** Alors que le rapport Field<sup>1962</sup> préconisait la prise en compte des dérivés dénouables en numéraire, ni l'ordonnance de 2009<sup>1963</sup> ni la loi de régulation bancaire et financière de 2010<sup>1964</sup> n'avaient repris cette proposition. D'autres pays européens avaient pourtant déjà modifié leur législation suite à l'apparition d'un certain nombre d'abus. Deux affaires ont cependant contribué à faire évoluer le débat en France. L'affaire *Wendel* a déjà été évoquée. Postérieurement, une stratégie proche, mais non identique, a été utilisée par *LVMH* pour monter dans le capital

---

<sup>1959</sup> V. notamment A. VIANDIER, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *art. préc.*, spéc. n° 7 et s.

<sup>1960</sup> V. évoquant cette question : A. GAUDEMET, *note préc.*

<sup>1961</sup> Tous les émetteurs ne sont pas visés. V. art. L. 451-1-2 C. mon. fin.

<sup>1962</sup> Groupe de travail de l'AMF sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention présidé par B. Field, *Rapport préc.*, oct. 2008.

<sup>1963</sup> Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions.

<sup>1964</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

d'Hermès, le premier franchissement ayant été déclaré alors que la société détenait déjà 17,07 % du capital d'Hermès<sup>1965</sup>. Des *equity swaps*, ne donnant pas lieu à déclaration, avaient en effet été conclus auprès de plusieurs établissements financiers. Puis un avenant au contrat avait prévu la livraison physique des actions. L'opération n'a pas été directement menée par LVMH mais par plusieurs de ses filiales, avant que les contrats ne soient regroupés au sein d'une même société. L'AMF s'est saisie de l'affaire, sans qu'il n'y ait eu pour l'instant de décision rendue. Ces deux affaires ont incité le législateur à agir, l'argument de l'inexistence ou de l'innocuité de ces pratiques ne tenant plus<sup>1966</sup>.

Le nouvel article L. 233-9 I 4° bis assimile désormais aux actions détenues : « *Les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier réglé en espèces et ayant pour cette personne ou l'une des personnes mentionnées aux 1° et 3° un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument financier* »<sup>1967</sup>. Deux conditions doivent donc être réunies.

D'une part, ces accords ou instruments doivent avoir pour leurs souscripteurs « *un effet économique similaire à la possession desdites actions* ». La question de la signification exacte de ces termes se pose<sup>1968</sup>. Seuls certains swaps ont pour effet de reproduire exactement les effets économiques liés à la propriété d'actions<sup>1969</sup>. Une telle lecture serait donc trop restreinte. Cette disposition vise plutôt les instruments et accords conférant à leurs titulaires un intérêt à la hausse du cours des actions, alors même qu'ils ne sont pas dénouables physiquement. Il revenait quoi qu'il en soit à l'AMF d'en donner une définition. Avant l'adoption de la loi de 2012, ces mêmes instruments

---

<sup>1965</sup> AMF, Décision et Information, n° 210C1109, 27 oct. 2010.

<sup>1966</sup> D'autant que ces affaires ont été largement médiatisées, non seulement en France mais aussi à l'étranger. V. par ex. sur l'affaire *Hermès/LVMH* : « LVMH-Hermès : les règles de transparence de l'AMF contournées », *Le Monde*, 25 oct. 2010 ; D.R., « La famille Hermès n'est pas disposée à vendre », *Le Monde*, 25 oct. 2010 ; D. CHAPUIS, « LVMH détient 17 % du capital d'Hermès », *Les Echos*, 24 oct. 2010 ; « Hermès s'envole en Bourse et riposte à LVMH », *La Tribune*, 24 oct. 2010 ; « Hermès/LVMH : la presse anglo-saxonne demande un changement de règles », *Le Monde*, 29 déc. 2010 ; « LVMH Loophole Should Be Closed », *Wall street journal*, 28 oct. 2010 ; S. LE PAGE, « Jean-Pierre Jouyet : " L'organisation des marchés doit être traitée en urgence " », *Les Echos*, 2 nov. 2010.

<sup>1967</sup> V. Commission des lois, *Proposition de loi relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives*, Amendement présenté par E. Blanc, art. 21 bis, 27 sept 2001, disponible sur [www.assemblee-nationale.fr](http://www.assemblee-nationale.fr). V. égal. E. BLANC, Rapport fait au nom de la Commission des lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la république sur la proposition de loi (n° 3706) de M. Jean-Luc Warsmann, relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, n° 3787, enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 5 oct. 2011 ; N. BRICQ, *Avis n° 225 (2011-2012)* fait au nom de la commission des finances (Sénat), déposé le 21 déc. 2011, disponible sur [www.assemblee-nationale.fr](http://www.assemblee-nationale.fr). renvoyant à : N. BRICQ, *Rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, n° 213, enregistré à la Présidence du Sénat le 20 déc. 2011.

<sup>1968</sup> V. sur la notion d'intérêt économique, S. PLAIS, *art. préc.*

<sup>1969</sup> V. *supra* n° 224 et 316.

devaient faire l'objet d'une déclaration au titre de l'information séparée. L'AMF l'avait alors défini comme « un instrument référencé, indexé ou relatif aux actions d'un émetteur » et « qui procure une position longue sur les actions à la personne tenue à l'obligation de déclaration »<sup>1970</sup>. La même définition a été conservée. Le premier élément de définition est relativement large. Il englobe non seulement les instruments dont le sous-jacent est une action, mais également les instruments dont le sous-jacent est constitué par un panier d'actions ou plus globalement les instruments indiciels dont l'indice de référence est dépendant de l'évolution du cours d'une action. Le deuxième élément renvoie à une notion financière, celle de « position longue », signifiant que l'investisseur gagne du fait d'une hausse du cours de l'action et perd du fait d'une baisse. Le Règlement précise<sup>1971</sup> : « il en va ainsi notamment des contrat financiers avec paiement d'un différentiel, des contrats d'échange relatifs à des actions ou de tout instrument financier exposé à un panier ou à un indice d'actions de plusieurs émetteurs sauf s'ils sont suffisamment diversifiés »<sup>1972</sup>. Mentionnons que lorsque cette formulation était utilisée en matière d'information séparée, la disposition paraissait viser non seulement les instruments expressément mentionnés dans la liste non exhaustive, mais également les instruments conférant la possibilité à l'intéressé d'acquérir des actions mais non à sa seule initiative – telles certaines options conditionnelles et notamment la « vente » d'option de « vente ». Dans ce cas, l'intéressé a en effet une position longue – un intérêt à la hausse – et l'instrument est relatif à l'action de l'émetteur. Il semble qu'une telle interprétation doive être aujourd'hui rejetée. Elle conduirait, en effet, à prendre en compte des instruments, qui s'ils devaient être dénoués physiquement, ne donneraient pas lieu à déclaration, car l'acquisition ne se ferait pas seulement à l'initiative de l'intéressé. On peut toutefois regretter qu'ils ne donnent pas, non plus, lieu aujourd'hui à une information séparée, lorsqu'ils sont dénouables monétairement<sup>1973</sup>.

D'autre part, l'article L. 233-9 I 4° *bis* exige que ces instruments ou accords soient dénouables « exclusivement en espèces ». Semblent donc être exclus ceux qui sont dénouables en numéraire ou physiquement au choix de l'autre partie. Rappelons que ceux qui sont dénouables selon une modalité ou l'autre au choix de l'intéressé entrent dans le champ de l'article L. 233-9 I 4°. Ce n'est pas le cas en revanche de ceux dont le mode dénouement est laissé au choix de l'autre partie. Il existe donc une ambiguïté sur le sort de ces instruments. Car les soumettre à déclaration supposerait une interprétation large de l'article L. 233-9 I 4° *bis* – téléologique ou *a*

---

<sup>1970</sup> Art. 223-14 III 3° RG AMF.

<sup>1971</sup> Art. 223-11 III RG AMF.

<sup>1972</sup> Le panier ou l'indice est considéré comme suffisamment diversifié dès lors que les actions représentent moindre 20 % de la valeur du panier ou de l'indice. V. AMF, *Rapport annuel*, 2009, p. 118 et AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, 13 sept. 2012, disponibles sur le site <http://www.amf-france.org/>. V. avant la loi de 2012 et la modification du Règlement général, P.-H. CONAC, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF », *art. préc.*

<sup>1973</sup> V. *infra* n° 543. V. égal. sur l'information séparée, *infra* n° 336.

*fortiori*. Or un texte soumis à une sanction répressive au sens des droits européen et constitutionnel devrait faire l'objet d'une interprétation stricte. Dans ce cas, ils continueraient de faire l'objet d'une déclaration séparée au sens de l'article L. 233-7 du Code de commerce et 23-14 du Règlement général de l'AMF, ce qui ne semble pourtant pas correspondre à la volonté du législateur. Relevons encore que la réforme laisse de côté les instruments soumis à une condition extérieure à la volonté de l'intéressé, notamment les options à barrière activante ou désactivante, qu'ils soient dénouables physiquement ou en numéraire, alors que le rapport sur les franchissements de seuils préconisait déjà leur assimilation<sup>1974</sup>.

La loi du 22 mars 2012 oblige encore à une nouvelle déclaration lorsque advient une modification de la répartition entre les actions ou droits de vote visés à l'article L. 233-7 et les actions ou droits de vote assimilés. Plus précisément, la loi renvoie au Règlement général de l'AMF pour la détermination des cas et conditions dans lesquels une telle modification donne lieu à déclaration<sup>1975</sup>. Elle ajoute encore que lors d'une déclaration d'intention, le déclarant doit préciser « *ses intentions quant au dénouement des accords et instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9, si elle est partie à de tels accord ou instruments* ».

Les modifications opérées par la loi du 22 mars 2012 doivent donc sans nul doute, dans l'ensemble, être applaudies. Le dispositif a néanmoins été terni lors de l'adoption des mesures réglementaires nécessaires à son application. Le législateur laissait au Règlement général de l'AMF le soin de « *fixer les conditions d'application des 4° et 4° bis, en particulier les conditions dans lesquelles un accord ou instrument financier est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions* »<sup>1976</sup>. Dans ce cadre, l'AMF ne s'est pas contentée de fixer une définition ou une liste indicative de ces instruments, mais elle a également déterminé un mode de calcul du nombre des instruments à assimiler, qui ne s'imposait pas à la lecture des textes légaux. En s'en tenant à ceux-ci et en l'absence de disposition réglementaire, en effet, il semblait que les instruments devaient être comptabilisés sur une base nominale – c'est-à-dire que devaient être comptabilisées les actions (ou droits de vote) auxquelles les instruments donnent droit à terme (comme c'était le cas pour les instruments dénouables physiquement avant l'entrée en vigueur de la loi de simplification du droit), et ce peu importe que ceux-ci soit dénouables monétairement ou physiquement. C'était d'ailleurs là l'option initialement retenue par l'AMF, à l'occasion du lancement de sa consultation publique sur son projet de règlement général<sup>1977</sup>. Mais c'est finalement la méthode du *delta* qui a prévalu, du fait essentiellement de l'adoption d'une

---

<sup>1974</sup> *Rapp. préc.*, p. 11.

<sup>1975</sup> Art. L. 233-7 IV *bis* C. mon. fin.

<sup>1976</sup> Art. L. 233-9 I C. mon. fin.

<sup>1977</sup> AMF, *Consultation publique sur son projet de règlement général concernant les déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, 29 juin 2012, disponible sur le site <http://www.amf-france.org/>.

disposition similaire dans le cadre de la révision de la directive transparence<sup>1978</sup>. Celle-ci étant, en ce point, d'harmonisation maximale, il y avait peu de sens, en effet, à adopter une solution contraire pour y revenir à court terme une fois la directive adoptée. Mais cette méthode de calcul affaiblit la portée de l'article L. 233-9 I 4° *bis*. Elle conduit, en effet, à assimiler non pas les actions (ou droits de vote) auxquelles les instruments financiers donnent droit à terme, mais les actions (ou droits de vote) que le cocontractant de l'intéressé aurait dû acquérir s'il avait voulu se couvrir<sup>1979</sup>. Pour certains instruments, ce dernier chiffre sera moins élevé que le premier, pour croître peu à peu jusqu'au terme de l'instrument. La déclaration en sera donc retardée<sup>1980</sup>.

**336. – Instruments dérivés – Conclusion.** Les articles L. 233-9 I 4° et L. 233-9 I 4° *bis* ne visent donc pas l'intégralité des actions que l'investisseur est susceptible d'acquérir à terme. Ne sont pas couverts les instruments ou accord portant sur des actions non encore émises, les options d'achat dont le droit d'exercice est soumis à une condition suspensive, les options de vente qui ont été consenties (c'est-à-dire les promesses d'achat consenties) et un doute existe sur le sort des instruments dénouables en numéraire ou physiquement au choix de l'autre partie. Ne sont pas non plus pris en compte les intérêts négatifs nés de la souscription d'instruments dérivés, notamment les ventes à terme, les options de vente souscrites ou les options d'achat consenties, les swaps par lesquels l'investisseur garantit son cocontractant contre l'évolution défavorable des cours.

Afin de pallier ce manque, ont été imposées des obligations d'information séparées, à satisfaire à l'occasion d'une déclaration de franchissement de seuils<sup>1981</sup>. Ainsi, la personne procédant à une telle déclaration doit indiquer, outre les informations relatives au franchissement précisées par le Règlement général de l'AMF<sup>1982</sup>, le nombre de titres qu'elle détient donnant accès à terme à des actions à émettre et les droits de vote qui y sont attachés. Si des raisons pratiques expliquent leur exclusion du champ de l'article L. 233-9, il n'en demeure pas moins que l'acquisition de tels instruments manifeste l'intérêt de l'investisseur pour la société, ainsi que la

---

<sup>1978</sup> V. *supra* n° 327, *infra* n° 543.

<sup>1979</sup> L'AMF définit ainsi le *delta* : « Le *delta* d'un instrument financier correspond à la variation de la valeur de cet instrument pour une variation infinitésimale du prix du sous-jacent. (...) Une comptabilisation en *delta* (...) consiste à multiplier le nombre maximal d'actions sur lequel porte l'instrument financier par le *delta* dudit instrument. (...) En d'autres termes, la méthode du *delta* pour la comptabilisation des instruments à dénouement monétaire revient à n'affecter au déclarant que le nombre maximum d'actions et de droits de vote auquel il pourrait avoir accès si sa contrepartie lui cédait les actions détenues en couverture de l'instrument ». AMF, Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention, 13 sept. 2012, disponible sur le site <http://www.amf-france.org/>.

<sup>1980</sup> V. égal. sur ce point, *infra* n° 543.

<sup>1981</sup> Sur l'élaboration de l'ordonnance du 30 janvier 2009 et les choix effectués, V. P.-H. CONAC, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF », *art. préc.*

<sup>1982</sup> Art. 223-14 RG AMF.

probabilité d'une montée dans le capital et d'une modification de la structure du pouvoir de vote au sein de la société, au même titre que les instruments financiers portant sur des actions déjà émises. Il faut encore y ajouter les actions déjà émises qui peuvent être acquises en vertu d'un accord ou d'un instrument financier ainsi que les droits de vote qui y seraient attachés, lorsque ceux-ci ne sont pas visés par les articles L. 233-9 I 4 et 4 *bis*.

Ce dispositif d'information séparée impose donc une information relativement complète sur l'intégralité des intérêts économiques à la hausse qu'un investisseur détient dans une société<sup>1983</sup>. En revanche, comme en droit européen, ces dispositions ne tiennent aucunement compte des intérêts à la baisse du fait de tels accords ou instruments. Le nombre d'instruments donnant le droit de céder des actions ne doit pas être compensé avec le nombre d'instruments donnant le droit d'acquérir des actions<sup>1984</sup>, ce qui est cohérent, en ce que le détenteur d'instruments financiers donnant le droit d'acquérir et de céder des actions pourra exercer ses droits d'acquérir indépendamment de ses droits de céder. Mais le droit français n'impose non plus aucune information séparée des intérêts à la baisse. Cela est regrettable puisque la connaissance des intérêts négatifs qu'un investisseur a dans une société influe nécessairement sur l'appréciation de son comportement<sup>1985</sup>.

**337. – Transferts temporaires de titres.** L'article L. 233-9 I 6° prévoit, par ailleurs, l'assimilation aux droits de vote et actions mentionnés à l'article L. 233-7, de ceux « *possédés par un tiers avec lequel cette personne a conclu un accord de cession temporaire portant sur ces actions ou droits de vote* ». Est par exemple visé le prêteur d'actions. Le prêt de consommation entraînant un transfert de propriété, les actions prêtées ne rentrent plus dans le champ de l'article L. 233-7 et le prêteur devrait se déclarer à la baisse. Toutefois, il se verra à terme rétrocéder les actions. Les titres doivent donc continuer d'être pris en compte dans le calcul des seuils. Cet article vise encore tous les transferts temporaires à titre de garantie, tels la fiducie de droit commun à titre de garantie, la pension, les garanties financières entraînant transfert de propriété, les transferts de propriété à titre de garantie par recours à une promesse de vente. Certaines conventions de portage pourraient également être visées par l'article L. 233-9 I 6°, lorsque celui duquel le porteur acquiert les titres est également celui qui en sera le cessionnaire à terme. La solution est pragmatique et permet d'éviter des prises de contrôle non déclarées par le biais de cessions temporaires. Elle est également cohérente avec la philosophie sous-tendant les dispositions régissant les

---

<sup>1983</sup> V. toutefois sur l'information séparée quant aux instruments dénouables monétairement, supra n° 335.

<sup>1984</sup> 233-11 II RG AMF.

<sup>1985</sup> V. *infra* n° 545.

franchissements de seuils : ce n'est pas la propriété mais la vocation à la propriété qui déclenche l'obligation de déclaration<sup>1986</sup>.

Il convient de s'arrêter spécifiquement sur le sort de la fiducie-gestion. Peut-elle être considérée comme une cession temporaire aux termes de l'article L. 233-9 I 6° ? Qui du constituant, du fiduciaire ou du bénéficiaire, doit comptabiliser les titres, objet de la fiducie ? Il ne fait pas de doute que le fiduciaire doit, le cas échéant, se déclarer à la hausse aux termes de l'article L. 233-7 puisqu'il devient propriétaire d'actions. On peut toutefois se demander s'il doit agréger les titres qui font l'objet de la fiducie avec ceux qu'il pourrait détenir pour son compte ou pour le compte d'un tiers. La réponse est positive : le fiduciaire devient propriétaire des titres même s'il les tient séparés de son patrimoine propre<sup>1987</sup> et les textes ne permettent de faire aucune distinction. Il doit donc déclarer au titre de l'article L. 233-7 l'intégralité des actions qu'il détient et des droits de vote qui y sont attachés. Il devra en revanche mentionner qu'une partie des actions est détenue au titre d'une fiducie, afin de respecter l'article 2021 du Code civil édictant que « *lorsque le fiduciaire agit pour le compte de la fiducie, il doit en faire expressément mention* ». Qu'en est-il du constituant et du bénéficiaire ? Lorsque le constituant et le bénéficiaire ne font qu'un, il ne fait pas de doute que la fiducie constitue une cession temporaire et entre ainsi dans le champ de l'article L. 233-9 I 6°. En réalité, le législateur s'est montré plus strict puisqu'il a posé une

---

<sup>1986</sup> On mentionnera que certaines conventions entrant dans le champ de l'article L. 233-9 I 6° sont également couvertes par d'autres dispositions. A titre d'exemple, le prêt d'actions semble entrer à la fois dans le champ de l'article L. 233-9 I 4° et de l'article L. 233-9 I 6° : le prêteur bénéficie d'un droit inconditionnel d'acquérir les actions à terme. En réalité, le 6° de l'article suppose que le cédant soit le cessionnaire futur. Le 4° s'applique, à meilleur escient, aux situations où l'investisseur n'a pas été titulaire des titres qu'il est en droit d'acquérir, encore qu'il n'exclut pas explicitement cette situation. De même, l'article L. 233-9 I 1° visant « *les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne* » peut également entrer en concurrence avec l'article L. 233-9 I 6°. À titre d'exemple, les conventions de portage peuvent entrer dans le champ de ces deux dispositions lorsque le porteur qui acquiert du donneur d'ordre des actions, est chargé de les gérer pour le compte du cédant, et que ce dernier a vocation à les récupérer à terme. On remarquera que les articles L. 233-9 I 1° et L. 233-9 I 4° se recourent également : lorsque le porteur doit acquérir et gérer des actions pour le compte du donneur d'ordre qui s'en verra transférer la propriété à terme, ce dernier doit encore comptabiliser les actions au sens de l'article L. 233-9 I 1°, comme au sens du 4° de ce même article. L'article L. 233-9 I 1°, vise encore les actions faisant l'objet d'une convention de prête-nom. Certaines de ces situations entrent également dans le champ de l'article L. 233-9 I 6°. La concurrence entre plusieurs dispositions ne prête néanmoins pas à conséquence (et le règlement général de l'AMF a été modifié et mentionne aujourd'hui expressément que lorsque les mêmes actions et droits de vote peuvent faire l'objet d'une assimilation au titre de plusieurs cas visés à l'article L. 233-9 I, il ne sont assimilés qu'une seule fois, art. 223-11 II RG AMF). Il en va différemment toutefois de l'article L. 233-9 I 3° qui vise « *les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec qui cette personne agit de concert* ». Dans le cas où une action de concert pourrait être caractérisée alors que l'accord est susceptible d'une autre qualification, ce serait la première qu'il faudrait mettre en œuvre, celle-ci produisant des effets plus importants (V. F. MARTIN LAPRADE, *ouvr. préc.*, n° 202 et s.). Il pourrait par exemple en être ainsi d'une convention de portage aux termes de laquelle le porteur gère les titres pour le compte de son cocontractant avant de lui rétrocéder les titres à l'échéance (V. F. MARTIN LAPRADE, *ouvr. préc.*, n° 283 et s. V. égal. J.-F. PRAT, « Convention de portage et droit boursier », *art. préc.* ; A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 1488). Il y a alors un accord en vue d'acquérir et de céder des actions et éventuellement en vue d'exercer les droits de vote attachés, de même que la volonté de mettre en œuvre une politique commune (art. L. 233-10 I C. com.).

<sup>1987</sup> Art. 2011 C. civ.

présomption d'action de concert entre le fiduciaire et le bénéficiaire-constituant<sup>1988</sup>. Les participations de chacun doivent donc être agrégées et déclarées solidairement. Peut-on encore parler de cession temporaire lorsque le bénéficiaire est un tiers ? Il semble que cette disposition, comme l'article L. 233-9 I 4°, vise à anticiper une acquisition à terme de titres. Celui qui a vocation à acquérir des titres de capital dans le futur doit se déclarer immédiatement à la hausse. Le constituant n'entre donc *a priori* pas dans le champ de cet article. Mais il peut révoquer la fiducie tant qu'elle n'a pas été acceptée<sup>1989</sup> : il est donc jusqu'à ce moment en droit d'acquérir les actions à sa seule initiative aux termes de l'article L. 233-9 I 4°. Le constituant semble également concerné par le 1° mentionnant « *les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne* ». En effet, la mission du fiduciaire est déterminée par le constituant<sup>1990</sup>. Le fiduciaire a encore l'obligation de rendre compte de sa mission au constituant<sup>1991</sup>. Il serait d'ailleurs souvent possible de caractériser une action de concert entre le constituant et le fiduciaire, alors même qu'il n'existe pas de présomption de concert dans ce cas. Quant au bénéficiaire, s'il a vocation à acquérir les titres dans le futur, il ne les a pas cédés originellement. L'article L. 233-9 I 6° ne lui est donc pas applicable. Il peut en revanche entrer dans le champ de l'article L. 233-9 I 4° : il a le droit d'acquérir à terme des actions. Toutefois, le constituant peut à tout moment révoquer la fiducie, tant que le bénéficiaire ne l'a pas acceptée. Tant qu'il n'y a pas eu d'acceptation, le bénéficiaire n'est donc pas titulaire « *d'un droit d'acquérir à sa seule initiative* ». Certes le bénéficiaire a vocation à acquérir ces titres et la révocation de la fiducie demeurera exceptionnelle. Pour autant, le bénéficiaire n'est pas nécessairement au courant de l'existence de la fiducie. En outre, la constitution de la fiducie ne peut avoir pour effet de faire peser des obligations nouvelles sur le bénéficiaire, qui n'est encore qu'un tiers au contrat. Mais s'il pouvait être prouvé que le fiduciaire ou le constituant agit pour son compte en dépit du défaut d'acceptation, il entrerait alors dans le champ de l'article L. 233-9 I 1°. Il n'est pas exclu non plus qu'une action de concert puisse être caractérisée entre le bénéficiaire et le fiduciaire, voire entre le bénéficiaire et le constituant.

Enfin, qu'en est-il de l'usufruitier et du nu-propriétaire ? La constitution d'un usufruit n'est évidemment pas une cession temporaire : l'usufruit est par essence temporaire mais sa constitution n'opère pas transfert de la propriété, seulement démembrement de celle-ci. La propriété étant démembrée, il aurait été logique, au regard de l'article L. 233-7 que l'usufruitier comme le nu-propriétaire comptabilisent les actions objets du démembrement. Toutefois, cette thèse n'étant pas unanimement partagée et une partie de la doctrine attribuant la qualité de propriétaire au nu-propriétaire et la refusant à l'usufruitier, le champ des obligations de

---

<sup>1988</sup> Art. L. 233-10 II 4° C. com.

<sup>1989</sup> Art. 2028 C. civ.

<sup>1990</sup> 2018 C. civ.

<sup>1991</sup> 2019 C. civ.



déclaration était incertain en l'absence de disposition spécifique. Depuis la loi du 26 juillet 2005, l'article L. 233-9 I 5° mentionne expressément que l'usufruitier doit tenir compte des actions faisant l'objet de l'usufruit et des droits de vote qui y sont attachés. Elle s'est, en cela, contentée de reprendre les termes de la directive *Transparence*<sup>1992</sup>. Cette mention permet de clarifier la situation de l'usufruitier. Le nu-propriétaire, quant à lui, doit déclarer les titres, objet de la nue-propriété : que le propriétaire soit considéré comme titulaire d'un démembrement de propriété ou propriétaire, il entre dans le champ de l'article L. 233-7.

La combinaison des 1°, 4°, 5° et 6° de l'article L. 233-9 permet donc une prise en compte relativement bonne des transferts présentant un caractère temporaire et des démembrements de propriété. Toutefois, là encore, cette disposition ne s'intéresse qu'aux « intérêts positifs ». Le cédant temporaire et le cessionnaire futur doivent comptabiliser les titres aux fins de déclaration. Leur cocontractant ne doit pas, le cas échéant, se déclarer à la baisse mais comptabiliser les titres en vertu de l'article L. 233-7. La solution ne surprend pas puisque cette personne a une influence directe au sein de la société. Pour autant, la connaissance de l'absence d'intérêts positifs d'un investisseur dans une société permet une meilleure appréciation de son comportement<sup>1993</sup>. C'est pourquoi le règlement de l'AMF impose, depuis l'arrêté du 27 juillet 2009, l'indication du nombre d'actions acquises suite à un transfert temporaire dans la déclaration de franchissements de seuils<sup>1994</sup>. À défaut, la déclaration serait peu significative et pourrait être trompeuse. Cette information permet de répondre, en partie, aux critiques de ceux qui regrettaient le manque de lisibilité des informations publiées dans les cas où les actions sont comptabilisées simultanément par deux personnes<sup>1995</sup>. Il ne s'agissait toutefois pas là d'instaurer une obligation générale de déclaration des positions courtes mais seulement d'obliger l'actionnaire à préciser la nature de la participation qu'il a déclarée.

**338. – Conclusion.** La loi du 12 mars 2012 a donc largement amélioré le dispositif de déclaration des franchissements de seuils, même si quelques retouches pourraient encore y être apportées. À cet égard, il s'avère plus satisfaisant que la réglementation européenne actuelle. Au-delà du champ d'application des obligations de notification, d'ailleurs, la déclaration doit être beaucoup plus détaillée que ne l'exigeait la directive *Transparence*<sup>1996</sup>. Doivent notamment être indiquées l'origine du franchissement et, le cas échéant, la nature de l'assimilation, ce que la directive *Transparence* n'imposait pas pour les situations visées aux articles 9 et 10. Quant aux accords et instruments financiers de l'article L. 233-I 4°, leurs principales caractéristiques doivent

---

<sup>1992</sup> Art. 10 dir. 2004/109/CE.

<sup>1993</sup> V. égal. *infra* n° 545.

<sup>1994</sup> Art. 223-14 II 8° RG AMF.

<sup>1995</sup> V. par exemple, H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres "assimilés" », *art. préc.*

<sup>1996</sup> Art. 223-14 RG AMF.

être mentionnées, ce qui n'était pas non plus expressément requis par la directive portant mesures d'exécution. L'indication des actions acquises en vertu d'un accord de cession temporaire est également une information précieuse, qui contribue à donner tout son sens aux déclarations anticipées de franchissement. Les obligations d'information séparées, enfin, viennent compléter utilement ce dispositif.

## **β. Exemptions**

**339. – Présentation.** Les exemptions sont nécessaires en ce qu'elles permettent de ne pas faire peser d'obligations inutiles sur les opérateurs financiers et de ne pas encombrer le marché d'informations non pertinentes. Mais ces exemptions se justifient uniquement lorsque l'acteur exempté n'entend pas s'investir dans la société, ni pour son compte ni pour celui d'un tiers. À cet égard, l'exemption bénéficiant aux prestataires de services d'investissement paraît trop large. Nous évoquerons au préalable la pratique des divisions de souscription aux fins de discrétion.

**340. – Division des souscriptions et exemption.** Là encore comme en droit européen<sup>1997</sup>, on pourrait penser que les stratégies à base d'instruments dérivés sont limitées par le fait que le cocontractant qui acquiert généralement des actions en guise de couverture est lui-même soumis à déclaration. Cela n'est pas tout à fait exact puisqu'il suffit à l'investisseur de diviser ses souscriptions en s'adressant à divers prestataires. En outre, le prestataire de services d'investissement est exempté tant que les actions dont il est propriétaire ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de l'émetteur et qu'il n'influe pas sur la gestion de l'émetteur<sup>1998</sup>. Cela permet donc d'échapper à d'éventuels seuils statutaires de détention. La modification apportée par la loi de 2012 devrait cependant limiter l'intérêt de ces pratiques, l'intéressé étant désormais généralement lui-même soumis à déclaration.

**341. – Exemption du prestataire de services d'investissement.** L'article L. 233-7 IV dispense notamment des obligations d'information prévues au I, II et III du même article, le prestataire de services d'investissement qui détient les titres dans son portefeuille de négociation. Cette exemption est soumise à deux conditions : que ces actions ne représentent pas une quotité du capital ou des droits de vote de l'émetteur supérieure à un seuil fixé par le Règlement général de l'AMF à 5 %<sup>1999</sup> et que les droits de vote attachés à ces titres « *ne soient pas exercés ni autrement utilisés pour intervenir dans la gestion de l'émetteur* ». Par ailleurs, l'article L. 233-9 II prévoit que les

---

<sup>1997</sup> V. *supra* n° 325.

<sup>1998</sup> Sur les conditions de l'exemption v. *infra*.

<sup>1999</sup> Art. 223-13 I 2° RG AMF.

instruments financiers visés à l'article L. 233-9 I 4° et 4° *bis* ne sont pas assimilés aux actions lorsqu'ils sont détenus par un prestataire de services d'investissement dans son portefeuille de négociation. Les dispositions de l'article L. 233-9 I 4° et 4° *bis* ne s'appliquent que si les actions « détenues » représentent une quotité de capital ou des droits de vote supérieure à 5 %. Ainsi, tant que les actions détenues au sens de l'article L. 233-7 I ou au sens de l'article L. 233-9 I 1°, 2°, 3°, 5°, 6°, 7° et 8°, ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de l'émetteur, le prestataire de services d'investissement est exempté, quel que soit le nombre d'accords ou d'instruments dérivés souscrits. Un tel acteur peut donc détenir des intérêts imposants dans une société sans être soumis à une quelconque obligation de transparence. Si le seuil de 5 % est peut-être trop bas pour ce type d'instruments et qu'il est logique de prévoir une exemption pour ces prestataires appelés à les manipuler fréquemment et en grande quantité, la spécificité de ces acteurs n'explique par une activité anormale sur les titres d'un même émetteur.

Par ailleurs, cette lecture des dispositions légales est-elle conforme aux normes européennes ? L'article 9 6° de la directive *Transparence* énonce qu'un État membre peut prévoir une exemption des prestataires de services d'investissement, notamment, lorsque les droits de vote détenus dans le portefeuille de négociation ne dépassent pas 5 %. Par ailleurs, l'article 13 dispose que « les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 » s'appliquent également aux instruments donnant le droit d'acquérir des actions, sous certaines conditions. Si l'on opte pour un système d'assimilation, l'intégralité des actions visées par l'article 9 et 13 devraient être prise en compte pour l'appréciation du seuil d'exemption. Si l'on choisit à l'inverse un système d'information séparée, les obligations de déclaration et les possibilités d'exemption doivent être appliquées distinctement concernant l'article 9 et l'article 13. Il existerait donc pour les États une possibilité d'exemption en matière d'actions dont on est propriétaire ou assimilées et une possibilité d'exemption en matière d'instruments financiers donnant le droit d'acquérir des actions. La directive étant d'harmonisation minimale, la France pourrait se montrer plus stricte et non plus indulgente. Elle aurait le choix entre un seuil de 5 % englobant la totalité des actions détenues et assimilées (au titre des articles 10 et 13) – ce qui serait cohérent eu égard au système d'agrégation qui a été choisi –, ou deux seuils de 5 % – l'un englobant les actions détenues et assimilées à l'exclusion de celles que l'investisseur est en droit d'acquérir aux termes de l'article L. 233-9 I 4° et l'autre ne portant que sur ces actions. Exempter les prestataires de service d'investissements de toute déclaration de franchissements de seuils en instruments financiers qui leur donne un droit inconditionnel d'acquisition paraît donc contraire à la lettre de la directive<sup>2000</sup>.

---

<sup>2000</sup> V. En ce sens, P.-H. CONAC, « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF », *art. préc.*, n° 17.

## γ. Sanctions

**342. – Présentation.** Les sanctions de l'absence ou de l'irrégularité de la déclaration de franchissement de seuil n'ont pas été adaptées au fur et à mesure que le texte a été retouché. Des difficultés d'application en résultent. Notamment, la sanction la plus dissuasive de l'absence ou de l'irrégularité de la déclaration est la privation des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction non déclarée. Celle-ci a-t-elle encore un sens, en ce qui concerne les accords et instruments financiers visés à l'article L. 233-9 qui ne confèrent pas le droit de vote ?

**343. – Types de sanctions.** Des sanctions civiles, administratives et pénales menacent l'investisseur qui n'a pas déclaré sa participation ou qui a effectué une déclaration irrégulière. D'abord, l'article L. 233-14 al. 1 du Code de commerce prévoit deux sanctions civiles. D'une part, l'actionnaire n'ayant pas procédé régulièrement à la déclaration est privé des droits de vote excédant la fraction non déclarée, pendant un délai de deux ans suivant la date de la régularisation. La sanction est automatique<sup>2001</sup> : elle n'a pas à être prononcée judiciairement et devra être directement mise en œuvre par le bureau de l'assemblée<sup>2002</sup>. À défaut, les délibérations adoptées encourraient la nullité<sup>2003</sup>. D'autre part, l'article L. 233-14 al. 3 prévoit une suspension totale ou partielle des droits de vote de l'investisseur défaillant qui peut être prononcée par le juge pour une durée maximale de cinq ans. Cette disposition permet la sanction de l'absence de déclaration à la baisse (ou de son irrégularité), qui ne peut entrer dans le champ de l'alinéa 1. Elle permet également une modulation de la sanction, selon les objectifs poursuivis par l'actionnaire défaillant. Ainsi, des actions dont le droit de vote n'est pas suspendu au sens de l'alinéa 1 peuvent être touchées, ou encore, les droits de vote suspendus deux ans au sens de l'alinéa 1 peuvent l'être plus longuement aux termes de l'alinéa 3<sup>2004</sup>. Ensuite, l'article L. 247-2 érige en délit le fait de s'abstenir de remplir les obligations d'information prévues par l'article L. 233-7. Toutefois, sa mise en œuvre suppose la preuve d'un élément intentionnel qui est souvent peu aisé à établir. Les poursuites sont en outre rarement engagées. Dans les sociétés dont les actions sont admises sur les marchés réglementés, l'engagement des poursuites est d'ailleurs subordonné à l'avis de l'AMF<sup>2005</sup>. La sanction, d'un montant maximal de 18000 euros, est également peu dissuasive. Enfin, le défaut ou l'irrégularité de la déclaration est susceptible d'une sanction pécuniaire, plus

---

<sup>2001</sup> Versailles, 13e ch., 9 avr. 1992 (Sté CSEE c/ Sté CPG et autre), *Bull. Joly* 1992. 631, § 208, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 1992, n° 187, note H. LE NABASQUE.

<sup>2002</sup> V. sur le pouvoir du bureau de l'assemblée, TC Nanterre, 6 mai 2008, *Rev. sociétés* 2008, p. 842, note Y. PACLOT.

<sup>2003</sup> L. 235-2-1 C. com.

<sup>2004</sup> V. par ex. en ce sens, P.-H. CONAC, *préc.*, n° 147 ; PH. MERLE et A. FAUCHON, *Droit commercial - Sociétés commerciales*, 11<sup>ème</sup> éd., 2005, Dalloz, n° 660 ; J. MESTRE et D. VELARDOCCIO, *Lamy sociétés commerciales, ouvr. préc.*, n° 2092.

<sup>2005</sup> Art. L. 247-2 V C. com.

dissuasive<sup>2006</sup>, prononcée par l'AMF aux termes de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, puisqu'il peut être qualifié de « *manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* ».

**344. – Application des sanctions au non-proprétaire d'actions.** Comment mettre en œuvre ces sanctions lorsque la quantité de droits de vote qu'un investisseur peut exercer est inférieure au seuil franchi ? Cette situation est susceptible d'advenir dans diverses hypothèses. L'investisseur peut être propriétaire d'actions sans droit de vote, puisqu'en droit français les seuils peuvent être franchis en capital. Il peut ensuite avoir conclu ou souscrit des instruments ou accords ne conférant le droit de vote qu'à terme. Il peut encore avoir omis de déclarer un franchissement alors qu'un tiers agissait pour son compte. Le franchissement peut enfin résulter de la situation d'un tiers agissant de concert avec l'investisseur défaillant ou contrôlé par la société défaillante.

La sanction pénale semble devoir être écartée. L'article L. 247-2 du Code de commerce sanctionne la personne qui a manqué à ses obligations de déclaration « *du fait des participations qu'elle détient* ». Une participation suppose la propriété de titres de capital. À interpréter le texte littéralement, celui qui a franchi un seuil parce qu'il se trouve dans une situation « assimilée » au sens de l'article L. 233-9 ne devrait pas se voir sanctionné. Une telle interprétation est peu cohérente et l'adaptation de ce texte datant de la loi du 24 juillet 1966 à l'évolution de l'encadrement des franchissements de seuils inciterait à étendre le champ de l'article L. 247-2 aux situations visées à l'article L. 233-9. Pourtant, le principe d'interprétation stricte de la loi pénale s'y oppose. La sanction pénale n'a donc pas vocation à s'appliquer aux situations qui nous intéressent<sup>2007</sup>. À fortiori, celui qui a manqué à ses obligations d'information séparée ne pourra être sanctionné pénalement<sup>2008</sup>.

L'application des sanctions civiles est également délicate. La sanction civile judiciaire peut être prononcée à l'encontre d'un investisseur ayant omis de procéder à une déclaration aux termes de l'article L. 233-9 ou s'il n'a pas procédé à une information séparée selon l'article L. 233-7 I al. 3, s'il est par ailleurs propriétaire d'actions. La sanction civile automatique est en revanche de mise en œuvre plus délicate. Lorsque le titulaire d'actions a franchi un seuil en capital et non en droits de vote, la sanction ne peut trouver à s'appliquer. Concernant les cas assimilés à la

---

<sup>2006</sup> V. Le plafond des sanctions pécuniaires a en effet été relevé. D. BOMPOINT, « La réforme des pouvoirs de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers par la loi RBF du 22 octobre 2010 », *Rev. dr. banc. fin.* mars-avril 2011, p. 114 ; S. DARIOSECQ, « Le pouvoir de sanction de l'AMF : évolutions importantes », *Bull. Joly Bourse* févr. 2011, p. 115.

<sup>2007</sup> V. en ce sens Comité juridique de l'ANSA, « Franchissements de seuils et déclarations d'intentions », *Bull. ANSA* 2008-IV, n° 08-038 ; *Contra*, D. OHL, *art. préc.*, p. 332.

<sup>2008</sup> V. En ce sens, D. OHL, *art. préc.*

propriété d'actions par l'article L. 233-9, il a pu être soutenu que l'article L. 233-14 ne renvoyait expressément qu'à l'article L. 233-7, ce qui excluait de son champ les situations visées à l'article L. 233-9<sup>2009</sup>. Cet argument est toutefois peu convaincant. L'article L. 233-9 assimile en effet un certain nombre de situations à la propriété d'actions visée à l'article L. 233-7. L'article L. 233-14 visant l'article L. 233-7 renvoie donc nécessairement à l'article L. 233-9. Une fois cette constatation faite, il demeure que la mise en œuvre de la sanction est délicate<sup>2010</sup>. Afin de régler les difficultés nées de la situation, plusieurs précisions peuvent être apportées. D'abord, la sanction est personnelle<sup>2011</sup>. Dans le cas où l'investisseur défaillant n'est pas propriétaire des titres, son cocontractant qui est lui propriétaire ne saurait être sanctionné s'il agit pour son propre compte (ou pour le compte d'un tiers) : seul celui qui était tenu à déclaration peut être sanctionné<sup>2012</sup>. Ce dernier, toutefois, ne peut être « *privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée* », puisqu'il n'est pas propriétaire d'actions<sup>2013</sup>. Une alternative s'ouvre alors. On peut admettre que la sanction ne peut trouver application dans cette hypothèse. Lorsque l'investisseur défaillant acquerra les actions concernées, il devra effectuer une déclaration dont l'absence ou l'irrégularité sera alors sanctionnée par une privation des droits de vote<sup>2014</sup>. On peut au contraire considérer que, tant qu'il n'y a pas eu de régularisation et pendant une période de deux ans après régularisation, les actions que l'investisseur défaillant pourrait acquérir seront privées du droit de vote<sup>2015</sup>. Trancher entre ces deux interprétations n'est pas évident. La rédaction du texte est ancienne – le texte a été modifié par l'ordonnance du 30 janvier 2009 mais seulement pour être allégé et non modifié substantiellement –, et ces cas précis n'avaient pas été envisagés à l'époque. La question peut être éclairée par la finalité du texte. Celui-ci a un caractère

---

<sup>2009</sup> V. par ex. Comité juridique de l'ANSA, *préc.*

<sup>2010</sup> La question de la privation des droits de vote se pose de manière particulière en cas de concert. La nature du concert et le caractère solidaire des obligations des concertistes laisse à penser que ceux-ci seront privés de leurs droits de vote, *au prorata* du nombre de droits de vote détenus par chacun (V. en ce sens par ex. : P.-H. CONAC, *préc.*, n° 142 ; D. MARTIN, J.-P. VALUET et avec la collaboration de D. BOMPOINT, *Les offres publiques d'acquisition*, t. 1, ANSA, GLN Joly éd., 1992, n° 41, notée 89. V. égal. Paris 1<sup>re</sup> ch. A 18 novembre 2003, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Rev. sociétés* 2004, p. 120, note P. LE CANNU). La sanction ne peut en revanche être mise en œuvre à l'encontre du concertiste qui ne serait pas actionnaire, ce qui n'est pas exclu au vu de la rédaction de l'article L. 233-10 du Code de commerce définissant l'action de concert (par exemple, cet article répute agir de concert le fiduciaire et le constituant-bénéficiaire, et ce dernier n'est pas nécessairement actionnaire par ailleurs).

<sup>2011</sup> V. sur cette question, A. GAUDEMET, note sous AMF 21 déc. 2011, déc. n° 211C2288 *Hermès International*, *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 53

<sup>2012</sup> Lorsqu'une personne aurait dû procéder à une notification parce qu'un tiers agit pour son compte au sens de l'article L. 233-9 I 1°, la sanction peut s'appliquer à ce tiers en qualité de représentant de l'investisseur défaillant uniquement. Il en est également ainsi lorsque la personne défaillante est une société qui contrôle le propriétaire d'actions. En effet, la filiale n'est alors pas déliée de ses obligations, il s'agit d'un cas spécifique de contrôle (V. en ce sens, D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, Litec, 3<sup>ème</sup> éd., 2008, n° 115).

<sup>2013</sup> V. égal. sur cette question A. GAUDEMET, « Sanction du défaut de déclaration des dérivés à dénouement monétaire », *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 55

<sup>2014</sup> V. S. TORCK, « La sanction de l'article L. 233-14 du Code de commerce est-elle applicable au défaut de déclaration de instruments dérivés à dénouement monétaire », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 197.

<sup>2015</sup> V. apparemment en ce sens, PH. MARINI, in *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, enregistré à la Présidence du Sénat le 29 juin 2011, spéc. p. 15.

punitif et dissuasif. Or il va sans dire qu'une privation des droits de vote est la sanction la mieux à même d'assurer l'effectivité de l'obligation<sup>2016</sup>. Ce texte poursuit également un objectif de protection : il s'agit de neutraliser l'avancée dans le capital d'un actionnaire dont la société, ses actionnaires et plus globalement le marché, n'ont pas été informés, et ainsi de leur permettre de s'organiser<sup>2017</sup>. Or ces considérations se retrouvent dans les cas d'assimilation visés à l'article L. 233-9. Un investisseur organise son avancée dans le capital d'une société en toute opacité et il est donc naturel que les droits de vote qu'il viendrait à acquérir dans le cadre de ces opérations soient neutralisés afin d'éviter les perturbations qu'une modification brutale du pouvoir pourrait occasionner dans la société, comme sur le marché. Cette seconde interprétation est sans doute la plus efficace et la plus convaincante. Néanmoins, de par son caractère punitif, le texte pourrait être qualifié de répressif au sens de l'article 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, ce qui imposerait une interprétation stricte<sup>2018</sup>. Pour que la privation automatique du droit de vote, sanction particulièrement dissuasive, puisse jouer dans ces situations, l'article L. 233-14 demanderait donc à être clarifié.

Les sanctions administratives s'appliquent quant à elles sans difficulté à ce type de situations. Elles peuvent en outre s'avérer efficaces. Leur caractère peu dissuasif, au vu du faible montant des amendes, a souvent été souligné. Mais ce défaut a été corrigé puisque les plafonds ont été augmentés par la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008<sup>2019</sup> puis par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010<sup>2020</sup>.

---

<sup>2016</sup> V. S. PLAIS, « Pourquoi l'information séparée s'avère plus pertinente que l'assimilation », *Banque et droit* mars-avr. 2010, n° 130, p. 15.

<sup>2017</sup> V. en ce sens, P.-H. CONAC, *préc.*, n° 139.

<sup>2018</sup> V. Considérant que les sanctions d'un manquement d'initié relève de la matière pénale au sens de l'art. 6 de la CEDH, Cass. com. 9 avr. 1996, *Bull. civ. IV* 1996, n° 115 p. 9, n° 94-11323 ; *RJDA* 5/1996, n° 645 ; *D.* 1998, som. 65, note I. BON-GARCIN. V. également sur l'article 6 de la CEDH, CEDH, 8 juin 1976, Aff. Engel et autres c. Pays-bas ; CEDH, 21 fév. 1984, Aff. Ozturck c. Allemagne : « *Le caractère général de la norme et le but, à la fois préventif et répressif, de la sanction suffisent à établir, au regard de l'article 6 de la Convention, la nature pénale de l'infraction litigieuse* ». V. sur cette question G. CANIVET, « La procédure de sanction administrative des infractions boursières à l'épreuve des garanties fondamentales », *art. préc.* ; J.-P. MARGUENAUD, « Le pouvoir de sanction des Autorités administratives indépendantes à l'épreuve de l'article 6 de la CEDH », in *Mélanges en l'honneur de Jean Stoufflet*, LGDJ, Presses universitaires de la Faculté de droit de Clermont-Ferrand, 2001, p. 213 ; Y. PACLOT, « L'Autorité des marchés financiers et les principes du procès équitable », in *Etudes à la mémoire de Fernand Charles Jeantet*, LexisNexis, 2010, p. 399 ; Y. PACLOT, « Le juge et les décisions de sanction de l'Autorité des marchés financiers », in *Mélanges en l'honneur de Daniel Tricot*, Dalloz, Litec, 2011, p. 243. Et sur la jurisprudence du Conseil constitutionnel, V. E. DREYER, « Le Conseil constitutionnel et la matière pénale », *art. préc.* Rapp. O. DOUVRELEUR, « La sanction en droit boursier », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, Y. Chaput (sous la dir.), Bruylant, 2011, p. 97.

<sup>2019</sup> Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

<sup>2020</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière. V. T. BONNEAU, « Commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *JCP éd. E* nov. 2010, 1957 ; « Les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier », *Dr. sociétés* janv. 2011, 1 ; H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. sociétés* 2010, p. 547 ; M. STORCK, « La

**345. – Conclusion.** Le dispositif français de déclaration des franchissements de seuils tend ainsi à la transparence de la répartition et de l'évolution du pouvoir, ainsi celle des intérêts économiques qu'un investisseur détient au sein de la société. Il vise en outre non seulement la propriété d'actions mais plus généralement la vocation à la propriété. Il prend aujourd'hui mieux en compte la diversité des mécanismes permettant de dissocier temporairement le droit de vote de l'aléa social avant une prise de participation, même si des améliorations pourraient encore y être apportées. Au delà du champ d'application des dispositions, la sanction consistant en la privation du droit de vote est mal adaptée aux situations donnant lieu à déclaration lorsque le déclarant n'a pas le droit de vote, alors qu'elle est la sanction la plus dissuasive<sup>2021</sup>.

## 2. L'évitement des règles relatives aux offres publiques obligatoires

**346. – Présentation.** Les mécanismes de dissociation entre aléa et droit de vote peuvent encore être utilisés afin d'échapper à l'obligation de lancer une offre publique obligatoire. Il est, en effet, fait obligation à celui qui détient plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une société, seul ou de concert, directement ou indirectement, de déposer un projet d'offre publique<sup>2022</sup>. Il en est de même de celui qui détient, seul ou de concert, directement ou indirectement, entre 30 et 50 % du capital ou des droits de vote et qui vient à en acquérir plus de 2 % dans une période inférieure à douze mois ; ou encore de celui qui dépose un projet d'offre publique sur une société qui détient plus de 30 % du capital ou des droits de vote d'une autre société et qui constitue un actif essentiel de la société détentrice. Ces règles s'appliquent aux offres visant les sociétés qui ont leur siège social en France et dont les titres sont admis sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Les sociétés dont les titres sont admis sur un marché d'instruments financiers non réglementés d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, sont encore concernées par ces dispositions lorsque la personne gérant le marché en fait la demande auprès de l'AMF. Alors, il n'existe plus qu'un seul cas de lancement obligatoire d'une offre publique : lorsqu'un actionnaire détient, seul ou de concert, directement ou indirectement, plus de 50 % du capital de la société<sup>2023</sup>. Dans les deux cas, les seuils peuvent être franchis de manière active ou passive<sup>2024</sup>. La sanction est, comme en matière de

---

loi de régulation bancaire et financière », *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2010, comm. 235 ; M. STORCK et J. LASSERRE CAPDEVILLE, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *Petites affiches* 2010, n° 250, p. 3.

<sup>2021</sup> Pour des pistes d'amélioration, V. *infra* n° 542.

<sup>2022</sup> Art. 433-3 C. mon. fin.

<sup>2023</sup> Art. 433-3 II.

<sup>2024</sup> L'article 433-3 emploie le terme de « *détention* », contrairement à la directive offres publiques, qui emploie le terme « *acquisition* ».



franchissement de seuils, la privation des droits de vote<sup>2025</sup>, des sanctions administratives n'étant en outre pas exclues.

**347. – Champ d'application.** La directive européenne concernant les offres publiques d'acquisition<sup>2026</sup> vise uniquement la « *détention* » de titres de capital, les titres détenus de concert devant être agrégés à ceux détenus personnellement<sup>2027</sup>. Ne doivent donc pas être pris en compte les titres cédés temporairement, ceux que l'investisseur pourrait acquérir aux termes d'un accord ou d'un instrument financier, ceux qui seraient détenus par un tiers pour son compte... Quant au droit français, il n'a longtemps pris en considération que la détention directe ou indirecte par un opérateur, seul ou de concert. Les seuils en matière de franchissement de seuils et en matière d'offre publique étaient ainsi calculés différemment. La loi de régulation bancaire et financière<sup>2028</sup> a modifié ces dispositions en alignant les modalités de calcul<sup>2029</sup> : « *la détention directe ou indirecte d'une fraction du capital ou des droits de vote est appréciée au regard des articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce* ». Les actions déjà émises qu'une personne est en droit d'acquérir immédiatement ou à terme en vertu d'un accord ou d'un instrument financier et les actions faisant l'objet d'un transfert temporaire de propriété sont donc également prises en compte pour le calcul des seuils, alors qu'elles en avaient été initialement exclues par le projet de loi<sup>2030</sup>. Notons cependant que le numérateur, comme le dénominateur, pouvaient varier par rapport à ceux retenus aux fins des calculs de franchissements de seuils, le Règlement général de l'AMF précisant que seuls les titres de capital auxquels sont attachés un droit de vote doivent être pris en compte<sup>2031</sup>. Les remarques formulées en matière de franchissement de seuils valent donc, en grande partie, tant pour ce qui regarde la détermination des actions visées, qu'en matière de sanction. Mais la loi de simplification du droit du 22 mars 2012 a partiellement décorrélé les modalités de calcul du numérateur en matière de franchissement de seuils et d'offre publique obligatoire, en excluant dans cette seconde hypothèse les dérivés dénouables monétairement.

---

<sup>2025</sup> L. 433-3 I.

<sup>2026</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition. V. notamment, A. COURET, « La fin d'une trop longue saga : l'adoption de la 13<sup>ème</sup> directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition », in *Mélanges J. Beguin*, Litec, 2005, p. 195 ; A. PIETRANCOSTA, « La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition enfin adoptée », *Chron., Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct 2004, n° 5, p. 228.

<sup>2027</sup> Art. 5 § 1, dir. préc.

<sup>2028</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière. V. A.-C. MULLER, « Offres publiques et action de concert », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avril 2011, p. 107. V. égal. H. LE NABASQUE, « Modification des dispositions relatives aux offres publiques », *Rev. dr. banc. fin.* 2011, n° 2, p. 67.

<sup>2029</sup> Le renforcement du dispositif français était possible puisque la directive *offres publiques* est d'harmonisation minimale : art. 3 § 2 dir. préc.

<sup>2030</sup> V. H. LE NABASQUE, « Projet de loi de régulation bancaire et financière », *Rev. sociétés* 2010, p. 66. Sur les modalités d'application, V. Comité juridique, *Bull. ANSA* 2012, II, n° 12-017, « Modalités de calcul du seuil de l'offre publique obligatoire ». V. égal. R. MORTIER, « Réforme du droit des offres publiques obligatoires (OPO) », *Dr. sociétés* 2011, n° 1, comm. 12

<sup>2031</sup> Art. 234-1 al. 1 RG AMF.

Il faut toutefois noter que l'enjeu des offres publiques obligatoires n'est pas le même que celui qui sous-tend la législation des franchissements de seuils, ce qui pourrait justifier des modalités de calculs de seuils différentes. Cette dernière tend à favoriser la transparence des intérêts politiques et financiers et de leur évolution, au sein d'une société. Les seuils sont ainsi calculés en droit de vote, mais également en capital selon la législation française. En matière d'offre publique, le dispositif vise à corriger les effets d'une prise de contrôle ou d'un renforcement significatif du contrôle. Deux fondements sont traditionnellement mis en avant. Il s'agirait d'une part de garantir l'égalité des actionnaires. Si un actionnaire acquiert une proportion importante des droits de vote, les actions des minoritaires perdront une grande partie de leur valeur. Il leur est donc permis de sortir de la société à un prix convenable<sup>2032</sup>. D'autre part, parce qu'un changement de contrôle induit des modifications dans la stratégie et la gestion sociales, on offrirait aux actionnaires la possibilité de sortir de la société à un prix convenable<sup>2033</sup>.

Ces différences d'objectifs des deux dispositifs pourraient justifier des modalités de décompte différentes<sup>2034</sup>. Certains ont ainsi soutenu que ne devraient être comptabilisées que les opérations à l'échéance desquelles l'opérateur acquerra des actions de manière certaine et celles qui tendent à dissimuler ou à différer une acquisition d'actions, d'autant que l'obligation mise à la charge de ces investisseurs est lourde. La modification apportée par la loi de régulation bancaire et financière serait donc trop large. Si la loi de régulation bancaire a aligné les modalités de calcul de seuils, la question s'est une nouvelle fois posée à l'occasion de la discussion sur le sort des dérivés dénouables en numéraire. Une première proposition de loi entendait les prendre en

---

<sup>2032</sup> V. notamment, L.-F. BRIARD et J.-P. MATTOU, « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *Banque et droit*, mars-avril 1993, p. 3, spéc. p. 5 ; F. PELTIER, « L'inégalité dans les offres publiques », *Rev. dr. banc.* juil.-août 2003, p. 245 ; F. PELTIER, « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, sous la direction de G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p. 467, spéc. p. 471 ; A. PIETRANCOSTA et J.-F. PRAT, « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat, ouvr. préc.*, p. 117, spéc. n° 325 et s. ; T. BONNEAU et L. FAUGEROLAS, *Les offres publiques*, préf. J.-F. Lepetit, EFE, 1999, spéc. n° 350.

<sup>2033</sup> V. sur cette question L.-F. BRIARD et J.-P. MATTOU, *art. préc.* ; CH. GOYET, N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, *Chron., RTD com.* 2012, p. 360 ; D. SCHMIDT et CL. BAJ, « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *Rev. dr. banc.* 1991, p. 182, spéc. p. 188. V. égal. F. PELTIER et F. MARTIN LAPRADE, « Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly Bourse* 2004, n° 5, p. 610.

<sup>2034</sup> V. en ce sens S. DARIOSECQ et F. MARTIN LAPRADE, « LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 2, p. 152 ; F.-M. LAPRADE, « Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil », *Bull. Joly* 2011, p. 837 ; H. LE NABASQUE, « La mort – annoncée – des equity swaps ? », *Dr. sociétés* janv. 2012, 1 ; S. TORCK, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi », *Bull. Joly bourse* 2011, p. 576 ; B. ZABALA, « Le traitement des instruments dérivés à dénouement monétaire : le choix de la transparence par assimilation », *art. préc.* V. égal. D. BOMPOINT et S. TORCK, « Les offres publiques : perte de contrôle en vue », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 2, p. 138. V. égal. avant la réforme, P.-H. CONAC, « Franchissement de seuil », *art. préc.*, n° 184.

compte pour les calculs d'offre publique<sup>2035</sup>. Critiquée car elle aurait été trop contraignante, cette solution n'a finalement pas été adoptée.

Ces critiques doivent néanmoins être nuancées<sup>2036</sup>. En premier lieu, le seuil de l'offre publique obligatoire est élevé, puisqu'il est d'un minimum de 30 %. La prise en compte d'actions visées par l'article L. 233-9 n'aura donc pas pour effet de faire naître une obligation de lancement d'une offre publique sans que l'opérateur ne soit intéressé par le contrôle de la société. On imagine mal qu'un actionnaire détenant des actions et/ou ayant souscrit des dérivés portant sur 30 % du capital se désintéresse de la société<sup>2037</sup>. En outre, la souscription de ces instruments – qui entraîne l'acquisition des actions sous-jacentes, au moins pour partie, par le cocontractant en guise de couverture – a pour effet une diminution du nombre de titres disponibles sur le marché, comme le ferait une acquisition ferme<sup>2038</sup>. Ainsi, d'une part, l'intéressé peut acquérir les titres très facilement ainsi que l'ont démontré les affaires *Wendel* et *LVMH* ; d'autre part, les minoritaires risquent d'être pris au piège sans être en mesure de bénéficier de la législation protectrice des offres publiques ou en bénéficiant tardivement. Les deux raisons traditionnellement avancées au soutien de la législation des offres publiques obligatoires se retrouvent donc dans une telle hypothèse. On peut ainsi regretter que l'alignement du calcul des seuils n'ait pas été mené à terme.

---

<sup>2035</sup> PH. MARINI, *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, n° 695, enregistrée à la Présidence du Sénat le 29 juin 2011. V. P.-H. CONAC, « Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier », *Rev. sociétés* 2011, p. 589 ; F.-M. LAPRADE, « Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil », *art. préc.* ; F.-M. LAPRADE, « Franchissements de seuil : plaidoyer en faveur d'une véritable réforme », *Bull. Joly* 2011, p. 946 ; H. LE NABASQUE, « La mort – annoncée – des equity swaps ? », *Rev. dr. banc. fin.* 2011, n° 6, p. 6 ; S. TORCK, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi », *art. préc.*

<sup>2036</sup> En ce sens, A. GAUDEMET, « Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *Bull. Joly* 2012, p. 484

<sup>2037</sup> V. PH. MARINI, *Compte rendu intégral des débats, séance du 10 janv. 2012* : « Je doute fort (...) qu'un investisseur en arrive à posséder une exposition à une société, notamment par le biais de la détention d'instruments financiers complexes, supérieure à 30 % de son capital ou de ses droits de vote de manière fortuite ».

<sup>2038</sup> Sur cette question de la liquidité, on peut rapprocher ces situations de l'affaire *Porsche/Volkswagen*, même si la problématique ne portait pas sur les offres publiques. La société *Porsche* qui détenait 42,6 % d'actions en propre, avait fait savoir qu'elle détenait un droit d'acquisition sur près de 31,5 % du capital de *Volkswagen*, du fait d'options d'achat qu'elle avait souscrites, sans qu'elle n'ait eu à déclarer de franchissement de seuils ni à respecter une quelconque procédure visant à la protection des minoritaires. Il en a résulté des mouvements erratiques sur le titre *Volkswagen*, alors que ceux qui avaient vendu des titres à découvert ne pouvaient plus satisfaire à leurs obligations. V. M. ROSEMAIN, « Les options d'achat au cœur de l'enquête du régulateur allemand », *Les Echos*, 27 nov. 2008 ; K. DE MEYER, « Polémique sur les achats secrets d'options », *Les Echos*, 27 août 2008 ; O. DECARRE, « Le cas Volkswagen place Porsche face à un dilemme », *L'AGEFI*, 30 oct. 2008 ; D. FAINSILBER, « Porsche renonce à prendre la majorité de Volkswagen cette année », *Les Echos*, 27 nov. 2008 ; « Morgan Stanley, Société Générale et Goldman chutent à cause de VW », *L'AGEFI*, 29 oct. 2008 ; L. GRIES, « Affaire Volkswagen : Berlin promet de combler le vide juridique », *L'AGEFI*, 29 oct. 2008 ; « Bourse : dopé par la spéculation, VW devient numéro un mondial », *Les Echos*, 29 oct. 2008.

\* \*

\*

**348. – Conclusion du chapitre 2.** Certaines pratiques jouant sur l'exercice du droit de vote peuvent ainsi venir perturber les effets des principes qui régissent son attribution. Il est certaines situations où des tiers à la société peuvent voter, ou influencer l'exercice du vote, pour leur compte propre. Tel est le cas lorsqu'il n'est pas garanti que le représentant d'un associé agit dans l'intérêt de ce dernier. L'exercice du vote par une société de gestion, par un solliciteur de mandats ou par un intermédiaire agissant pour un actionnaire non résident sont autant de situations à risque, du fait du caractère distendu du lien entre représentant et représenté.

Au-delà des hypothèses de représentation, des non-associés peuvent parfois influencer l'exercice du vote. Tel est le cas en matière d'autocontrôle ou encore lorsqu'un associé a cédé temporairement ses titres ou a acquis des intérêts positifs dans la société du fait de la souscription d'instruments dérivés. Ces hypothèses concernent essentiellement les sociétés cotées et assimilées. Elles équivalent toutes à un contournement des principes d'attribution du droit de vote, permettant à des individus ne supportant pas l'aléa social d'exercer un pouvoir au sein de la société.

\* \*

\*

**349. – Conclusion du titre 2.** L'aléa social, fondement de l'attribution du droit de vote, a été ébranlé par le développement de techniques diverses ayant perturbé le jeu des procédés traditionnels d'attribution du droit de vote. Si classiquement le droit de vote est réservé aux associés parce qu'ils supportent l'aléa social, il est de nombreux mécanismes permettant de dissocier la qualité d'associé de l'aléa. En effet, il advient, d'une part, que des mécanismes légaux conduisent à attribuer le droit de vote à un associé ne supportant pas l'aléa social. Le droit de vote est généralement octroyé au propriétaire de droits sociaux parce qu'il est présumé assumer l'aléa. Or dans quelques cas, le droit de vote n'est pas conféré au propriétaire. Dans d'autres cas, le droit de vote est attribué au propriétaire mais sa propriété est exclusive de tout aléa. Il en est ainsi essentiellement des propriétés temporaires. Il peut en être de même dans les hypothèses d'actionnariat indirect, dans lesquelles celui qui est tenu pour propriétaire n'est pas nécessairement l'investisseur final, supportant l'aléa social. D'autre part, lorsque le droit de vote

est reconnu à un associé dont la structure du droit de propriété implique l'aléa, il peut avoir couvert son risque par ailleurs. Ces pratiques portent une atteinte directe aux principes d'attribution du droit de vote.

Il en existe d'autres qui y portent une atteinte plus indirecte. Tel est le cas lorsque le droit de vote n'est pas exercé dans l'intérêt de son titulaire – l'associé supportant l'aléa social – mais dans l'intérêt d'un tiers. Un encadrement défectueux de l'exercice du droit de vote aboutit ainsi à une remise en cause du dispositif régissant son attribution. Tel est le cas lorsque un tiers tente d'influer sur le sens du vote d'un associé ou lorsque le représentant d'un associé néglige l'intérêt de son mandant pour privilégier le sien propre.

\* \* \*

\*

**350. – Conclusion de la partie 1.** Si le droit de vote est en principe reconnu à l'associé, propriétaire de parts ou actions, c'est qu'il est supposé supporter l'aléa social. Cet aléa que doit assumer tout votant induit l'alignement des intérêts des votants et justifie ainsi un système d'assemblée fondé sur la fiction selon laquelle la volonté majoritaire est la volonté de tous. Il assure également que la satisfaction des intérêts des autres parties prenantes soit la condition de celle des intérêts des votants. Le bon fonctionnement de l'entreprise sociale et la protection des parties prenantes sont ainsi garantis. Or ce présupposé qui fonde le dispositif d'attribution du droit de vote n'est aujourd'hui plus vérifié.

Il existe des techniques diverses permettant de remettre en cause le lien traditionnel entre droit de vote et aléa social. Des associés ne supportent pas l'aléa social, tandis que des votants non-associés sont susceptibles d'agir dans un intérêt propre, distinct de l'intérêt qui serait celui d'un associé assumant l'aléa social. Ces pratiques sont très peu réglementées en droit français et les dispositions concernant l'attribution du droit de vote sont trop lacunaires et évasives pour qu'elles puissent servir de fondement à leur appréhension.

Face au constat de l'insuffisance des principes d'attribution du droit de vote, il convient de s'interroger sur les perspectives d'évolution de ce dispositif.



## **Partie 2**

# **L'attribution du droit de vote : perspectives d'évolution**





**351.** – Dans la conception classique, le droit de vote est conféré aux associés, propriétaires de parts sociales ou d'actions. Cette attribution trouve sa justification dans l'aléa social que tout associé est supposé supporter. Pourtant, nous l'avons vu, nombreuses sont aujourd'hui les situations où les propriétaires n'assument pas cet aléa, de telle sorte que cette construction traditionnelle est désormais porteuse d'une incohérence. Les principes d'attribution du droit de vote mériteraient ainsi d'être clarifiés.

En outre, ces dispositions peuvent être contournées aisément par des mécanismes permettant à des tiers à la société d'exercer le droit de vote dans un intérêt propre. L'exercice du vote par non-associé doit donc être mieux encadré afin de garantir l'efficacité des règles d'attribution du droit de vote.

Déterminer un principe efficient d'attribution du droit de vote permettrait ainsi une appréhension globale des mécanismes de dissociation du droit de vote et de l'aléa (titre 1). Cette démarche demanderait à être complétée par un effort de prévention des contournements qu'un encadrement défectueux de l'exercice du droit de vote pourrait engendrer (titre 2).



# Titre 1

## La détermination d'un principe efficient d'attribution du droit de vote

**352.** – Nous avons vu que les présupposés qui fondent l'attribution du droit de vote ne sont plus systématiquement vérifiés. L'étude du droit positif a fait ressortir deux principes de l'attribution du droit de vote<sup>2039</sup> : la propriété de parts sociales ou d'actions et la qualité d'associé. La qualité d'associé est le principe théorique de l'attribution du droit de vote, tandis que la propriété en est le principe pratique. La recherche de la justification de ces deux principes a conduit à considérer que l'aléa social – auquel tout associé est présumé être exposé – est le fondement de l'attribution du droit de vote. On peut ainsi affirmer qu'il en est le principe premier, en ce sens que, seul, il la justifie. Dans la conception classique, ces trois principes coïncident : seul le propriétaire supporte l'aléa social, est qualifié d'associé et se voit en conséquence conférer le droit de vote. Mais les procédés étudiés précédemment mettent à mal cette correspondance : le propriétaire – et l'associé – ne supportant pas nécessairement l'aléa social. Les règles d'attribution demandent donc à être repensées.

Nous procéderons pour cela en deux temps. En premier lieu, nous remarquerons qu'il n'est pas exact de faire découler l'attribution du droit de vote de la qualité d'associé reconnue au propriétaire de droits sociaux. La notion de propriété recouvre en effet des réalités variées et être propriétaire ne signifie plus aujourd'hui supporter l'aléa social. Elle constitue donc un fondement inapproprié de l'attribution du droit de vote. En second lieu et une fois ce constat fait, il faudra nous attacher à dégager un dispositif permettant de reconnaître explicitement l'aléa social comme principe d'attribution du droit de vote. L'abandon du principe de propriété (chapitre 1) ouvrirait ainsi la voie à l'adoption du principe de l'aléa social (chapitre 2).

---

<sup>2039</sup> Sur l'acceptation du terme principe, V. *supra* n° 12.



# Chapitre 1 : L'abandon du principe de propriété

**353.** – La conception classique suppose que l'associé, défini comme le propriétaire de droits sociaux, supporte l'aléa social. Et, parce qu'il supporte l'aléa social, le droit de vote lui est reconnu. Mais la propriété ne permet plus, aujourd'hui, de présumer cet aléa. Cette notion recouvrant des réalités hétérogènes est devenue inadaptée pour fonder l'attribution du droit de vote. Le principe de propriété doit donc être délaissé.

Mais une telle affirmation suscite immédiatement une interrogation. Si le principe de propriété est délaissé, qu'en est-il du principe théorique résidant dans la qualité d'associé ? En effet, classiquement, la propriété est le principe pratique de l'attribution du droit de vote tandis que la qualité d'associé en est le principe théorique, les deux coïncidant. Détacher l'attribution du droit de vote de la propriété invite donc à s'interroger sur le sort du principe théorique : le droit de vote doit-il encore être attribué à l'associé ? Le problème pourrait être reformulé de la manière suivante. L'associé est traditionnellement le propriétaire de parts ou d'actions et le droit de vote lui est reconnu. Affirmer que le droit de vote ne doit plus être attribué en considération seulement de la qualité de propriétaire suppose de se demander si les qualités d'associé et de propriétaire ont vocation à rester confondues, ou si au contraire elles doivent être dissociées afin que l'on puisse continuer d'attribuer le droit de vote aux associés. L'abandon du principe de propriété induit une indispensable réflexion sur la notion d'associé.

Après avoir montré l'inadéquation de la propriété comme principe d'attribution du droit de vote (section 1), nous nous interrogerons sur l'influence de l'abandon du principe de propriété sur la qualité d'associé, qui est aujourd'hui l'autre principe de l'attribution du droit de vote (section 2).

## Section 1 – L'inadéquation de la propriété comme principe d'attribution du droit de vote

**354.** – Traditionnellement, il est présumé que l'associé, propriétaire de droits sociaux, est exposé à l'aléa social. La description des différents types de mécanismes qui permettent de dissocier aléa

et vote a pourtant mis en évidence que propriété et aléa ne vont pas toujours de pair. Le propriétaire de droits sociaux ne subit pas nécessairement l'aléa. Inversement, d'autres supportent un aléa proche de l'aléa social sans être propriétaires, cette situation soulevant des difficultés nouvelles puisqu'il n'est pas exclu que ce tiers entende influencer sur l'exercice du droit de vote sans qu'il soit pour autant soumis aux règles sociales.

Le critère de la propriété est ainsi inadapté. Il existe des propriétaires non exposés à l'aléa social (I), tandis que des non-propriétaires sont exposés à un aléa proche de l'aléa social (II).

## I- La propriété sans aléa social

D'une part, la notion de propriété n'a pas un contenu uniforme (A), ce dont il résulte que le propriétaire ne subit pas nécessairement l'aléa social. D'autre part, alors même qu'il assume l'aléa social en sa qualité de propriétaire, l'associé peut choisir de couvrir cet aléa (B).

### A- L'absence d'uniformité du contenu de la propriété

**355. – Présentation.** On déduit classiquement l'aléa social de la propriété. D'abord, la propriété d'actions ou de parts sociales est la contrepartie de la réalisation d'un apport. Ensuite, parce qu'il est propriétaire des droits sociaux, l'associé bénéficie de l'*usus*, du *fructus* et de l'*abusus*. Il perçoit ainsi les fruits – dividendes, en numéraire ou en actions, *boni* de liquidation<sup>2040</sup> – et les produits – sommes résultant de l'amortissement du capital, éventuels droits préférentiels de souscription. Il bénéficie donc des chances de gain, mais court également un risque de perte. De même, l'exercice du droit de disposer permet la matérialisation du risque de perte ou des chances de gain. Encore, la perte des droits sociaux, et éventuellement des apports, se répercuteront directement sur le patrimoine de l'associé. C'est donc du contenu de la propriété que l'on déduit l'aléa. Parce que le propriétaire bénéficie de prérogatives complètes sur son bien, il assume risques de perte et chances de gain.

Or la propriété ne peut être définie par son contenu<sup>2041</sup>. Celui-ci est en effet variable<sup>2042</sup> : des restrictions au droit de propriété existent depuis longtemps et le propriétaire peut lui-même

---

<sup>2040</sup> V. *infra* note n° 2312.

<sup>2041</sup> CH. ATIAS, *Droit civil – Les biens*, 11<sup>ème</sup> éd., Litec, 2011, spéc. n° 102 : « Décrire les différentes composantes de la propriété, les divers pouvoirs que le titulaire peut exercer, ce n'est assurément pas la définir. Par essence, la propriété est un droit commun. Elle demeure techniquement intacte lorsqu'elle est amputée ou restreinte. » ; V. BONNET, « La durée de la propriété », RRJ 2002-1, p. 273, spéc. p. 296 : « Il faut cependant rappeler que la propriété ne se définit pas par son contenu. Elle s'analyse avant tout comme un lien d'appartenance entre une personne et un bien. Par conséquent, que le propriétaire subisse des restrictions dans la somme de ses pouvoirs n'a pas d'importance du point de vue de la qualification de son droit. » ; G. VAREILLES-SOMMIERES, « La définition et la notion juridique de la propriété », RTD civ. 1905, p. 443 : « La

librement le limiter<sup>2043</sup>. La propriété se définit plutôt par le rapport direct d'une personne sur un bien<sup>2044</sup>. Une telle définition donne son unité à la notion et permet de qualifier des droits, de propriétés, alors même que les prérogatives exercées par leur titulaire varient. La conception sociétaire traditionnelle est toutefois fondée sur une vision absolutiste de la propriété individuelle, « *droit quasi-souverain, exclusif et perpétuel* »<sup>2045</sup>, dans laquelle notamment, le propriétaire ne peut accepter n'importe quelle limitation de son droit<sup>2046</sup>. Or cette conception libérale du XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>2047</sup> semble aujourd'hui dépassée, la notion de propriété ayant gagné en étendue mais ayant également perdu de sa force<sup>2048</sup>, si bien que l'on en vient même à douter de l'unité de la notion. L'exclusivité de la propriété est remise en cause chaque fois qu'elle est considérée comme un moyen et non comme une fin<sup>2049</sup>. Et ce constat peut être réalisé à chaque fois que la propriété est temporaire. La difficulté ne surgit pas du caractère temporaire – la notion de « perpétuité » du

---

*propriété incomplète, tout autant que la propriété complète est la propriété et la propriété entière* ». V. égal. sur la définition de la propriété : F. ZENATI, « Pour une rénovation de la théorie de la propriété », *RTD civ.* 1993, p. 305 ; M. FABRE-MAGNAN, « Propriété, patrimoine et lien social », *RTD civ.* 1997, p. 583.

<sup>2042</sup> G. VAREILLES-SOMMIERES, *art. préc.*, spéc. p. 446 : « Il résulte de tout ce qui précède que la propriété n'est pas un droit d'étendue immuable. C'est un droit d'étendue variable, susceptible d'atteindre un maximum qui sera indiqué tout à l'heure et auquel il tend toujours susceptible d'être réduit à quelques chances lointaine. ». V. égal. H. LEPAGE, « L'analyse économique et la théorie du droit de propriété », *Droits* 1985, n° 1, p. 90 : « Ainsi que le prouve l'expérience quotidienne, et notamment l'histoire du capitalisme, particulièrement riche en expériences institutionnelles nouvelles, le terme de "propriété privée", dans le monde d'aujourd'hui est devenu un terme générique qui recouvre un univers extrêmement complexe où l'ensemble des droits afférent à la jouissance, l'usage et la disposition des biens peut se combiner et se recombinaison selon une infinité de cas de figure (...) ». V. égal. J.-L. BERGEL, « Une approche économique de la propriété en droit privé », *RRJ* 2008-5, p. 2501.

<sup>2043</sup> V. J.-L. HALPERIN, *Histoire du droit de biens*, Economica, 2008, p. 198 et s.

<sup>2044</sup> V. CH. ATIAS, *Droit civil – Les biens, ouvr. préc.* ; « Une propriété sans objet (propriété, vocation et contrat) », *D.* 2007, p. 2415 ; V. BONNET, « La durée de la propriété », *préc.* V. égal. F. ZENATI-CASTAING, « La propriété, mécanisme fondamental du droit », *RTD civ.* 2005, p. 445.

<sup>2045</sup> F. TERRE, « L'évolution du droit de propriété depuis le Code civil », *Droits* 1985, n° 1, p. 33 ; J.-L. HALPERIN, *préc.*, p. 214 et s. V. égal. P. BERLIOZ, *La notion de bien*, préf. L. Aynès, LGDJ, 2007, n° 61, présentant la conception traditionnelle de la propriété : « Sa puissance en fait le modèle de tous les droits, car elle confère à son titulaire une maîtrise de la chose, la plus complète que l'on puisse concevoir. Le propriétaire dispose des prérogatives les plus étendues sur la chose, qui se trouve entièrement soumise à lui. Ainsi devenue l'objet du droit de propriété, la chose est assujettie à l'entier pouvoir, la complète maîtrise de son propriétaire ».

<sup>2046</sup> J.-L. BERGEL, M. BRUSCHI et S. CIMAMONTI (sous la dir. de J. Ghestin), *Traité de droit civil – Les biens*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2010, n° 66.

<sup>2047</sup> V. notamment CH. ATIAS, « Ouverture », *Destins du droit de propriété, Revue Droits* 1985, n° 1, p. 5 ; R. THERY, « De l'utilisation à la propriété des choses », *Mélanges Ripert*, t. II, LGDJ, 1950, p. 17.

<sup>2048</sup> V. par ex. P. BERLIOZ, *ouvr. préc.*, n° 252 : « (...) C'est aussi une extension de la propriété que l'on constate. Voire plutôt un élargissement de la notion de propriété, ou d'appropriation au-delà de sa signification technique précise. Phénomène qui fait subir à la propriété une très forte atteinte, car ces nouveaux objets de propriété obligent à faire le sacrifice de certains des pouvoirs que l'on considère traditionnellement comme faisant partie des droits du propriétaire ». V. égal. par ex. J. CARBONNIER, « Le droit de propriété depuis 1914 », *Flexible droit – Pour une sociologie du droit sans rigueur*, 10<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2001, p. 352 et s. ; G. MORIN, « Le sens de l'évolution contemporaine du droit de propriété », *Mélanges Ripert*, t. II, LGDJ, 1950, p. 3.

<sup>2049</sup> V. R. LIBCHABER, « Une fiducie française, inutile et incertaine... », *art. préc.* V. égal. sur ces questions, G. PARLEANI et I. PARLEANI, « La propriété, risque transférable au marché (illustration par la location financière) », in *Mélanges dédiés à B. Bouloc, Les droits et le droit*, Dalloz, 2007, p. 841.

droit de propriété n'ayant jamais été ni univoque ni absolue<sup>2050</sup> –, mais plutôt des limitations qui en découlent nécessairement.

En matière de droits sociaux, les situations précédemment décrites en témoignent. Les mécanismes de dissociation étudiés conduisent à altérer singulièrement les attributs qui sont normalement ceux du propriétaire<sup>2051</sup>. Il nous faut donc admettre qu'il existe des droits, qualifiés de propriétés, qui n'impliquent pas l'aléa parce qu'ils ne s'inscrivent plus dans la vision libérale absolutiste de la propriété. Notre propos n'est pas ici de discuter l'exactitude de la qualification de propriété<sup>2052</sup>, mais de constater que dans les cas précités, les prérogatives du propriétaire sont à ce point réduites, que ce qui permettait de déduire l'aléa de la notion de propriété ne s'y retrouve pas. Des mécanismes précédemment évoqués, nous pouvons dégager trois grandes catégories : la propriété-gestion pour autrui, la propriété-garantie, et la propriété temporaire pour compte propre.

**356. – La propriété-gestion pour autrui.** Dans certains cas, le propriétaire ne détient ses droits sociaux que pour rendre service à un tiers.

En premier lieu, la propriété peut être neutre, transparente. Le propriétaire n'est en réalité qu'un prête-nom de l'associé véritable. Les revenus des droits sociaux sont transmis à ce dernier, tandis que les prérogatives politiques ne sont exercées par le prête-nom que sur son instruction. C'est une situation que l'on trouve dans certaines hypothèses de portage. L'associé véritable détient alors les prérogatives les plus complètes sur les droits sociaux. La situation demeure toutefois occulte et, aux yeux des tiers, les attributs de la propriété bénéficient au prête-nom. Il n'en résulte ainsi aucune dissociation entre droit de vote et aléa. La convention de prête-nom est d'ailleurs en principe licite, à moins que l'objectif poursuivi ne soit frauduleux<sup>2053</sup>. Il peut en être ainsi lorsque les parties entendent contourner les règles de franchissement de seuils ou les règles relatives aux offres publiques<sup>2054</sup>. La validité de l'opération peut encore être remise en question

---

<sup>2050</sup> V. C. POURQUIER, *Propriété et perpétuité : essai sur le droit de propriété*, Préf. Ch. Atias, PUAM, 1997 ; V. BONNET, « La durée de la propriété », *art. préc.*

<sup>2051</sup> V. J. ROCHFELD, *ouvr. préc.*, p. 321 et s.

<sup>2052</sup> V. sur ce point D. LEGAIS, « Rapport français – La propriété sûreté », in *La propriété, Travaux de l'association Henri Capitant*, Société de législation comparée, 2003, p. 419.

<sup>2053</sup> V. *supra* n° 236.

<sup>2054</sup> Dans les deux cas, les droits sociaux détenus et gérés pour son compte propre par un tiers doivent être assimilés aux titres directement détenus : art. L. 233-9 du C. com. en matière de franchissements de seuils et art. L. 433-3 du C. mon. et fin. et L. 233-9 C. com. pour les offres publiques obligatoires. V. *infra*.



lorsqu'elle a pour finalité de contourner des règles légales ou statutaires d'agrément ou encore des stipulations contractuelles<sup>2055</sup>.

En second lieu, il peut advenir qu'un propriétaire détienne des droits sociaux parce qu'il est chargé de les gérer au bénéfice d'autrui. C'est le cas dans la fiducie-gestion ou dans certaines hypothèses de portage<sup>2056</sup>. Alors, le propriétaire ne profite pas des attributs de la propriété dans leur plénitude. D'une part, ses prérogatives sont limitées par le contrat de gestion. Le plus souvent, son droit de disposition est strictement encadré. Son droit d'usage est limité par les instructions données. Son droit aux fruits est théoriquement intact, mais les fruits devront être reversés au donneur d'ordre, dès leur perception ou à la fin de l'opération. D'autre part, il n'exerce pas les attributs de la propriété dans son intérêt mais dans l'intérêt d'un tiers. Or le propre de la propriété, dans la conception libérale, n'est-il pas de ne pas être finalisée ? Le propriétaire serait libre d'assigner à la chose la fonction qu'il lui plaît ou de ne lui en assigner aucune<sup>2057</sup>. Non seulement les prérogatives du propriétaire sont limitées mais encore il les exerce pour un autre et n'en tire pas de profit direct. Et les variations de valeur n'affectent pas le patrimoine du propriétaire. Dans une fiducie, elles se répercutent non sur le patrimoine personnel du fiduciaire mais sur le patrimoine fiduciaire. Mais ce dernier n'a pas vocation à être conservé par le fiduciaire, en cette qualité du moins. Dans les conventions de portage, il n'existe pas de patrimoine d'affectation : les variations de valeur des droits sociaux affectent donc immédiatement le patrimoine du porteur. Mais l'opération devant être neutre pour celui-ci, le jeu des clauses contractuelles assure qu'il ne supporte pas ces variations de valeur *in fine*. De même, la perte éventuelle des titres sera mise à la charge du donneur d'ordre. En cas de dissolution enfin, les apports récupérés seront soit subrogés aux titres, soit restitués immédiatement au donneur d'ordre. Le contenu du droit de propriété du gestionnaire est donc très éloigné du contenu que la vision absolutiste lui assigne et dont on déduit que le propriétaire des droits sociaux subit l'aléa social.

S'il n'y a évidemment pas lieu de condamner tout type de gestion de droits sociaux pour le compte d'un tiers, la loi l'autorisant d'ailleurs explicitement sous certaines formes, il faut relever un certain nombre de difficultés.

---

<sup>2055</sup> V. Cass. com. 14 déc. 2004, n° 02-12417, Affaire *Cora / Casino*.

<sup>2056</sup> On exclut ici le cas des SICAV et des SICAF, la situation étant précisément réglementée. V. *supra* n° 160 et s. V. égal. sur les sociétés de gestion dans les FCP, *supra* n° 266 et s.

<sup>2057</sup> M.-A. FRISON-ROCHE et D. TERRE-FORNACCIARI, « Quelques remarques sur le droit de propriété », *Archives de philosophie du droit*, t. 35, Sirey, 1990, p. 233.

D'abord, les fins poursuivies par les utilisateurs de tels mécanismes sont proches de celles pouvant être atteintes par la technique du mandat ou par le recours à la gestion collective. Or ces mécanismes sont strictement réglementés dans un objectif de protection des porteurs ou des associés, des coassociés et de la société elle-même, ce qui n'est pas le cas du portage ou de la fiducie. Quant au mandat de vote, il doit être spécial, temporaire et donné en connaissance de cause. À titre d'exemple, un mandataire, dans le cadre d'une gestion individuelle sous mandat, ne saurait exercer le droit de vote pour le compte du mandant : un mandat de vote spécial pour chaque assemblée est nécessaire à cette fin<sup>2058</sup>. Au-delà de la question du droit de vote, les instruments financiers pouvant composer un portefeuille de valeurs mobilières géré sous mandat sont limités à des fins de protection du mandant<sup>2059</sup>. Quant à la gestion collective, elle fait également l'objet de restrictions, l'activité des sociétés de gestion étant encadrée et contrôlée<sup>2060</sup>. L'utilisation de techniques non réglementées de propriété de droits sociaux aux fins de gestion, telle la fiducie<sup>2061</sup>, permet finalement d'échapper aisément aux contraintes inhérentes au mandat et aux organismes de placement collectif. N'y aurait-il ainsi pas une incohérence à réglementer strictement ces pratiques, tout en admettant librement la fiducie-gestion portant sur des droits sociaux et le portage à des fins de gestion ?

Ensuite, le gestionnaire n'assume pas l'aléa social et n'est donc pas directement intéressé au bon fonctionnement social. Certes, les modalités de sa rémunération permettront parfois de rapprocher ses intérêts de ceux du donneur d'ordre. Il n'y aura toutefois jamais d'alignement complet. Il n'est d'ailleurs pas exclu que le gestionnaire se trouve en situation de conflits d'intérêts, comme nous l'avons vu pour les sociétés de gestion<sup>2062</sup>. L'activité des gestionnaires professionnels notamment devrait être encadrée au même titre que celle des sociétés de gestion.

Une difficulté surgit aussi sous l'angle du principe de liberté de vote. En matière de gestion individuelle, au sens large du terme, la liberté de vote du donneur d'ordre doit être préservée. Ainsi, dans le mandat, la loi garantit que le mandataire peut librement révoquer sa procuration<sup>2063</sup>. Dans un organisme de placement collectif, il ne peut évidemment en être ainsi. Mais le porteur a d'autres garanties. Des mécanismes protecteurs viennent remédier à la nécessaire limitation de la

---

<sup>2058</sup> V. *supra* n° 58 et s. V. égal. sur le vote du gestionnaire sous mandat : M. STORCK, « Sociétés de gestion de portefeuille », *JCl. Sociétés*, mise à jour 7 fév. 2011, spéc. n° 46. Rappelant que le gestionnaire sous mandat ne saurait exercer le droit de vote de ses clients en vertu d'un mandat général, V. COB, *Rapport annuel*, 1969, p. 136 et s. ; COB, *Rapport annuel*, 1970, p. 174 et s.

<sup>2059</sup> Art. L. 314-60 RG AMF.

<sup>2060</sup> V. *supra* n° 266 et s. et n° 160 et s.

<sup>2061</sup> V. sur cette question : D. STUCKI, « La fiducie de droit français : un outil juridique adapté à la gestion de portefeuille ? », *Actes prat. et ing. soc.* mars-avr. 2010, p. 1 et sept.-oct. 2010, p. 1.

<sup>2062</sup> V. *supra* n° 266 et s. et n° 160 et s.

<sup>2063</sup> V. *supra* n° 54.

liberté du vote, afin qu'il soit assuré que le vote est exercé dans l'intérêt des porteurs<sup>2064</sup>. Rien ne garantit *a priori* cette liberté dans les hypothèses précitées.

Enfin, dans les sociétés par actions cotées et assimilées, des règles de transparence s'imposent à l'actionnaire, en matière de franchissements de seuils et d'offres publiques. L'utilisation de tels mécanismes ne doit pas autoriser le donneur d'ordre à y échapper, les droits sociaux étant gérés pour son compte. Mais la question a déjà été prise en compte par le législateur qui soumet le donneur d'ordre non seulement aux obligations de franchissements de seuils<sup>2065</sup>, mais aussi à celles régissant les offres publiques obligatoires – la situation a longtemps été confuse puisqu'il était simplement prévu que les titres de capital ou les droits de vote pris en compte dans le calcul des seuils étaient ceux « *directement ou indirectement détenus* »<sup>2066</sup>, mais la loi de régulation bancaire et financière<sup>2067</sup> a aujourd'hui résolu la difficulté.

En conclusion, parmi les propriétés pour autrui, il convient de distinguer entre les conventions de prête-nom qui ne posent pas de difficulté notable et les hypothèses de propriétés aux fins de gestion. Ces dernières permettent la poursuite d'objectifs tout à fait acceptables. Néanmoins, une clarification des dispositions, notamment en matière de fiducie-gestion, permettrait de rendre au système sa cohérence et d'éviter que de tels mécanismes soient utilisés uniquement dans l'objectif d'échapper aux règles contraignantes s'appliquant au mandat de vote, à la gestion individuelle sous mandat et à la gestion collective.

**357. – Les propriétés-garanties.** Nous entendons par propriété-garantie, la propriété retenue ou cédée à titre de garantie. Elle tend à pallier l'éventuelle inexécution de l'une de ses obligations par le débiteur. La chose remise en garantie ne sera ainsi conservée par le créancier qu'en cas d'inexécution. La conservation de la chose ne doit pas constituer une modalité alternative d'exécution des obligations des contractants. Car la répartition des charges entre créancier et débiteur en serait altérée. En matière de droits sociaux, sont ainsi inclus dans les propriétés-garanties la clause de réserve de propriété, la fiducie-sûreté, le transfert de propriété à titre de garantie par recours à des promesses croisées, la pension, les garanties financières avec transfert de propriété. En sont au contraire exclus la vente à réméré et le crédit-bail.

---

<sup>2064</sup> V. *supra* n° 266.

<sup>2065</sup> Art. L. 233-9 1°, 6° C. com.

<sup>2066</sup> Ancien art. 433-3 du C. mon. fin. ; ancien art. 234-4 RG AMF.

<sup>2067</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, art. 53 modifiant l'article 233-3 du C. mon. fin.

Dans ces hypothèses, le propriétaire est un créancier qui ne recherche la propriété que pour les facilités qu'elle procure dans l'hypothèse du non-paiement de sa créance. Il s'agit essentiellement pour lui d'obtenir satisfaction plus rapidement en cas d'inexécution et d'échapper aux règles des procédures collectives en cas d'insolvabilité du débiteur<sup>2068</sup>. Aussi les prérogatives du créancier propriétaire sur le bien sont-elles restreintes. S'il n'existe pas de régime uniforme de ces propriétés-garanties, leur étude a fait ressortir un certain nombre de similitudes dans les prérogatives exercées par le créancier. Elles résultent soit de la loi, soit de la convention des parties et s'imposent en raison de l'objectif poursuivi par les parties.

L'*abusus* du créancier est le plus souvent limité. Ainsi, dans une fiducie, les missions du fiduciaire et l'étendue de ses pouvoirs d'administration et de disposition sont déterminées dans le contrat de fiducie à peine de nullité<sup>2069</sup>. La propriété du fiduciaire est très loin de la notion définie par Vareilles-Sommières en 1905, dans laquelle : « (...) *Le propriétaire peut tout excepté certains actes.* » et « *Rien de ce qui est défendu au propriétaire ne résulte de ce qui lui est permis ; c'est au contraire ce qui lui est ou reste permis qui résulte de ce qui lui est défendu* »<sup>2070</sup>. Les textes précisent en outre que le créancier n'acquiert la libre disposition des biens objets de la fiducie qu'à défaut de paiement de la dette garantie<sup>2071</sup>. À *contrario*, ni le créancier ni le fiduciaire n'ont la libre disposition des droits transmis, pendant sa durée. Dans les autres hypothèses de propriété-garantie, si le droit de disposer peut être laissé au créancier, ce n'est qu'à charge pour lui de restituer des biens semblables à l'issue de l'opération. Et seule la fongibilité des droits sociaux permet d'expliquer l'*abusus* éventuel du créancier propriétaire. Ces sommes ou droits seront restitués au débiteur à l'issue de l'opération, voire immédiatement lorsque la survenance d'un tel événement met fin à l'opération<sup>2072</sup>. L'*abusus* du propriétaire est donc considérablement réduit. Il en est de même du *fructus* : les dividendes perçus ou un éventuel *boni* de liquidation ne sont pas définitivement acquis au créancier. Ils devront être restitués une fois la créance réglée, venant ainsi augmenter l'assiette de la garantie. Il est parfois prévu que les fruits perçus seront immédiatement reversés au cédant : tel est le cas par exemple dans la pension<sup>2073</sup>.

Remarquons également que les variations de valeur des droits sociaux n'affectent pas le propriétaire. Dans le cas où il existe un patrimoine d'affectation, celui-ci n'a pas vocation à rester

---

<sup>2068</sup> V. M. BUSSANI, « Rapport général – La propriété sûreté », in *La propriété, Travaux de l'association Henri Capitant*, Société de législation comparée, 2003, p. 305. V. égal. D. LEGEAIS, « Rapport français – La propriété sûreté », in *La propriété, Travaux de l'association Henri Capitant*, préc., p. 419 ; A. KORNMANN, « Propriété et procédures collectives : vers un succédané des sûretés ? », *Rev. jur. com.* 1991, p. 64.

<sup>2069</sup> Art. 2018 C. civ.

<sup>2070</sup> G. VAREILLES-SOMMIERES, « La définition et la notion juridique de la propriété », *préc.*

<sup>2071</sup> Art. 2372-3 et 2488-3 C. civ.

<sup>2072</sup> En matière de pension par exemple : art. L. 211-28 C. mon. fin.

<sup>2073</sup> Art. L. 211-31 C. mon. fin.

acquis au propriétaire. Dans les autres cas, les variations se répercutent directement sur le patrimoine du propriétaire, qui sera néanmoins contractuellement couvert. Si la société venait à disparaître encore, l'on peut penser que les apports récupérés seraient subrogés aux droits sociaux, ou à défaut, devraient être immédiatement restitués au débiteur. En l'absence de disposition légale ou contractuelle en ce sens, la subrogation réelle trouverait à jouer, puisqu'en matière de propriété-garantie, l'objet véritable du droit du créancier n'est plus un bien dans son individualité, mais une valeur<sup>2074</sup>. Cela ne semble pas contestable dans la fiducie-sûreté<sup>2075</sup>, la subrogation étant largement admise dans les universalités<sup>2076</sup>. Il n'est pas inconcevable que la même voie soit suivie en ce qui concerne les garanties financières ou le transfert de propriété à titre de garantie par recours à des promesses croisées, à défaut de convention contraire des parties. La Cour de cassation semble en effet s'orienter vers une reconnaissance large de la subrogation réelle dans les propriétés-garanties<sup>2077</sup>, puisque le créancier s'intéresse d'avantage, dans ces hypothèses, à la valeur de la chose qu'à sa substance. Quant à la perte des titres, ne résultant pas d'une faute du propriétaire, nous avons vu qu'elle sera mise à la charge du débiteur, le créancier perdant sa garantie mais non son droit au remboursement.

Ainsi, le contenu du droit de propriété est considérablement altéré, de sorte que ce dont on déduisait l'aléa social ne s'y retrouve pas. Le créancier n'entend pas exercer le droit de propriété dans la plénitude de ses attributs<sup>2078</sup>. La substance de la chose remise en garantie importe moins au créancier que sa valeur. Celui-ci n'entend d'ailleurs généralement pas profiter de l'*usus*. Lorsqu'une propriété-garantie porte sur un bien corporel, son usage est généralement laissé au débiteur : c'est tout l'intérêt du mécanisme de conférer une garantie puissante au créancier tout en n'entravant pas l'utilisation du bien par le débiteur. Et s'il existe une difficulté quant au vote en matière de droits sociaux, c'est justement parce que la loi lie propriété, qualité d'associé et attribution du droit de vote.

---

<sup>2074</sup> V. M. LAURIOL, *ouvr. préc.*, notamment n° 466 et s. V. égal. E. SAVAUX, « Subrogation réelle », *Rép. Dalloz droit civil*, mars 1998, mise à jour mars 2010, n° 37.

<sup>2075</sup> V. sur cette question, M. GRIMALDI, *art. préc.* : « De même, au cas de fiducie-sûreté, c'est de sa créance que [le fiduciaire] est riche, et non point de la propriété fiduciaire, qui conforte cette créance mais n'y ajoute aucun supplément de richesse. » ; E. SAVAUX, « Subrogation réelle », *préc.*, n° 20 ; Contre l'extension de la subrogation, P. CROCQ, *ouvr. préc.*, n° 255 et s. ; « Dix ans après : l'évolution récente des propriétés-garanties », in *Mélanges Michelle Gobert*, Economica, 2004, p. 347, spéc. p. 353 et 354.

<sup>2076</sup> V. *supra* n° 205.

<sup>2077</sup> V. par ex. en matière de clause de réserve de propriété : Cass. com. 1<sup>er</sup> oct. 1985, n° 84-12015, *Bull. civ. IV* 1985, n° 222, p. 184 ; *D.* 1986, p. 246, note M. CABRILLAC ; *RTD com.* 1986, p. 544, note J. HEMARD ; Cass. com. 8 mars 1988, n° 86-15751, *Bull. civ. IV* 1988, n° 99, p. 69 ; *RTD civ.* 1988, p. 348, note F. ZENATI ; Cass. com. 6 juil. 1993, n° 91-12723, *Bull. civ. IV*, n° 282, p. 200 ; *RTD civ.* 1995, p. 397, note F. ZENATI ; *D.* 1994, somm. p. 81, obs. A. HONORAT ; *JCP éd. G* 1993, II, 22153, note CH. LARROUMET. V. égal. J. CARBONNIER, *Droit civil*, t. 2, *Les biens, les obligations*, 19<sup>ème</sup> éd., Puf, 2004, n° 727.

<sup>2078</sup> V. spécifiquement sur la fiducie : M. GRIMALDI, *art. préc.* : « (...) La propriété fiduciaire n'est un élément ni de richesse, ni de crédit. Jamais, le fiduciaire ne fait les fruits siens, ni ne peut aliéner à son profit : sa propriété ne lui procure aucun revenu, ni n'accroît son capital, de sorte que les plus ou moins-values ne sont pas pour lui ».

**358. – La propriété temporaire pour compte propre.** Dans d'autres cas, le propriétaire acquiert une propriété temporaire pour son propre compte. Il n'entend pas ainsi rendre service à un tiers. La propriété n'est pas recherchée non plus pour la garantie qu'elle procure. Il souhaite au contraire profiter de certains avantages que lui confèrent les biens transmis. Le plus souvent l'objectif n'est pas de profiter directement des attributs de la propriété, mais plutôt du statut de propriétaire, notamment en matière fiscale ou comptable. Dans d'autres cas, c'est le seul droit de disposition qui est visé : il s'agit de se procurer aisément des titres et de les transférer immédiatement afin de satisfaire à une obligation de livraison, dans les sociétés par actions, à charge de restituer des biens équivalents. Il peut arriver, toutefois, que seul l'exercice du droit de vote intéresse l'acquéreur temporaire. Il en est ainsi de certains prêts de droits sociaux. Le prêteur rend service à l'emprunteur en acceptant de lui céder temporairement ses titres. Un tel résultat peut également être atteint par une utilisation détournée d'autres techniques, avec ou sans le consentement du cocontractant. Nous avons vu par exemple que rien n'interdisait d'utiliser la pension pour poursuivre des objectifs similaires au prêt<sup>2079</sup>. De même, la constitution d'une fiducie peut être un moyen simple d'assurer une cession de droit de vote, autrement prohibée. Il en va encore ainsi d'une garantie financière avec transfert de propriété ou de promesses croisées à prix plancher.

Dans ces hypothèses, le contenu du droit de propriété de l'associé ne permet plus de déduire l'aléa social : le caractère temporaire de la propriété en induit mécaniquement une limitation. L'*abusus* du propriétaire est restreint puisqu'il doit restituer les biens au terme de l'opération. Ainsi, soit il ne peut aliéner les biens, soit il est convenu qu'il pourra restituer des choses semblables. Là encore, seule la fongibilité des droits sociaux justifie le droit de disposer reconnu au propriétaire temporaire. Son droit sur les fruits et sur les produits est également considérablement réduit. Étant propriétaire, c'est lui seul que la société connaît et c'est donc à lui qu'elle les verse. Mais il devra les restituer à son cocontractant : les parties entendent assurer la neutralité de l'opération vis-à-vis du prêteur. De même, les variations de valeur des titres n'affecteront pas *in fine* le patrimoine de l'emprunteur : ceux-ci doivent être transférés à la fin de l'opération au prêteur et, en cas de perte des titres, les parties prévoient généralement que la chose est aux risques du prêteur. Lorsque la société est dissoute, encore, l'opération prendra fin et les apports éventuellement récupérés seront restitués au prêteur.

Le propriétaire n'exerce donc effectivement ni l'*abusus* ni le *fructus* et les variations de valeur des droits sociaux n'affectent en réalité pas son patrimoine. En cela, le mécanisme est proche des propriétés-garanties. Ce qui est plus surprenant en revanche, c'est que le propriétaire ne renonce

---

<sup>2079</sup> V. *supra* n° 195.

pas nécessairement à exploiter le bien, ce qui est généralement le cas dans les autres hypothèses de propriété temporaire. La propriété temporaire pour compte propre ne correspond donc pas aux schémas jusqu'à présent rencontrés. Il peut être utile à cet égard de se référer à la distinction faite par un auteur entre propriétaires juridiques passif et actif, dans les cas de dissociation entre propriétés économique et juridique<sup>2080</sup>. Le propriétaire juridique passif est celui « *qui ne se mêle pas d'exploiter activement sa propriété* », bénéficiant des avantages économiques liés à l'exploitation par un tiers ou négligeant ces avantages mais profitant de la garantie que le bien représente. Le propriétaire juridique actif est celui qui reçoit pour mission de gérer la propriété dans l'intérêt d'autrui. Le propriétaire à titre de garantie entre dans la première catégorie, les propriétés aux fins de gestion correspondent à la seconde. Mais cette classification n'est pas adaptable aux transferts temporaires pour compte propre. La qualification de propriétaire passif, d'abord, est exclue. L'emprunteur, en effet, quel que soit son objectif, n'entend pas bénéficier des avantages économiques résultant de l'exploitation faite par un tiers, comme pourrait le faire un bailleur par exemple. L'emprunteur n'entend pas non plus profiter de la garantie que le bien représente : il aurait sinon conclu une pension. Il serait donc un propriétaire actif. Pourtant, contrairement aux autres cas de propriété active, il n'entend pas rendre service au propriétaire économique. Il détient pour lui-même. C'est ce qui fait l'originalité du mécanisme et soulève difficulté en matière de droit de vote. En matière de prêt, à titre d'illustration, alors que seul le prêteur bénéficie des avantages économiques du bien, c'est-à-dire supporte l'aléa social, l'emprunteur peut librement l'exploiter, et exercer le droit de vote.

**359. – Conclusion.** Ces différentes hypothèses – propriété pour autrui, propriété-garantie, propriété temporaire pour compte propre – soulignent l'absence d'uniformité de la notion de propriété. Si les rédacteurs de 1804 ont tenté d'en faire une notion unitaire, « *toujours égale à elle-même, un droit unique et constant* »<sup>2081</sup>, elle recouvre depuis longtemps une réalité disparate. Il est ainsi inexact de déduire l'aléa social de la propriété des droits sociaux.

## **B- La couverture de l'aléa par le propriétaire**

**360. – Présentation.** S'il existe des cas où propriété et aléa sont dissociés, le plus souvent, le propriétaire entend profiter de la propriété de ses droits sociaux dans la plénitude de ses attributs et supporte l'aléa social. Dans ce cas, toutefois, il n'est pas exclu qu'il couvre son risque par ailleurs. Mais la démarche inverse peut encore être observée : l'acquisition de droits sociaux peut répondre à un besoin de couverture.

---

<sup>2080</sup> G. BLANLUET, *ouvr. préc.*, n° 361 et s.

<sup>2081</sup> CH. ATIAS, « Ouverture », *Destins du droit de propriété*, *Revue Droits*, art. préc.

**361. – Diversification des moyens de couverture de l'aléa social.** La couverture de l'aléa par les associés n'est pas une pratique récente. Il s'agissait traditionnellement de limiter son risque par le jeu des clauses statutaires ou en le faisant prendre en charge par un tiers ou un coassocié, tout en continuant de bénéficier des chances de gain. Les rédacteurs du Code de commerce – qu'un associé veuille partager les profits sans supporter les risques leur apparaissait comme une « *prétention révoltante* »<sup>2082</sup> – ont entendu limiter ces pratiques en prohibant les clauses léonines. Son champ d'application est cependant restreint de telle sorte que la disposition est loin d'englober tous les moyens de couverture de l'aléa social<sup>2083</sup>. En outre, nous l'avons vu<sup>2084</sup>, les mécanismes tendant à couvrir le risque social se sont enrichis et complexifiés, tandis que l'interdiction est appliquée par les tribunaux avec toujours plus de parcimonie<sup>2085</sup>. Dans le cadre des opérations de capital-investissement, notamment, les opérateurs ont su développer des clauses protectrices de leurs intérêts, tout en échappant au jeu de l'article 1844-1 du Code civil.

A cette fin, surtout, les marchés financiers offrent des outils variés – ventes à termes, options de vente, swaps, emprunts d'actions –, qui peuvent d'ailleurs être combinés entre eux, afin de tisser des couvertures « sur mesure »<sup>2086</sup>. Ces outils, couplés au développement des marchés, confèrent aux acteurs des possibilités nouvelles. En premier lieu, certains permettent la couverture du risque de perte, mais d'autres, plus radicaux, font disparaître à la fois risques de perte et chances de gain. Ce type de double couverture a toujours eu cours et il est d'ailleurs pris en compte par l'article 1844-1. Mais il semblait relativement rare, en témoigne la faible occurrence des clauses de limitation des bénéfices en jurisprudence face à l'abondance des clauses de limitation des pertes. En second lieu, ces instruments sont aujourd'hui très aisément accessibles et leur utilisation banale. Traditionnellement, en effet, il était peu courant qu'un associé ait recours au marché financier pour couvrir son risque. Le plus souvent, l'associé devait se mettre en relation avec un coassocié ou un tiers, qui acceptait de prendre en charge les pertes éventuelles qu'il viendrait à encourir. Ce type de couverture s'inscrivait donc dans une opération plus vaste à laquelle l'associé et son cocontractant étaient parties : ce dernier acceptait de lui prêter son concours financier à condition toutefois d'être protégé au cas où la société faisait de mauvaises affaires. Au contraire, dans une société dont les titres sont cotés, et lorsque les marchés sont suffisamment liquides, il est aisé de conclure de telles opérations. Il suffit à l'associé de s'adresser à un intermédiaire financier. Il ne connaîtra alors pas nécessairement son cocontractant, qui poursuivra des objectifs propres, indépendants de ceux de l'associé. Parfois encore,

---

<sup>2082</sup> J.-E.-M. PORTALIS, F.-D. TRONCHET, F.-J.-J. BIGOT-PREAMENEU et J. MALEVILLE, *Discours préliminaire au premier projet de Code civil*, in *Recueil complet des discours prononcés lors de la présentation du Code civil par les divers orateurs du Conseil d'État et du Tribunal, préc.*, p. 19.

<sup>2083</sup> V. *supra* n° 242 et s.

<sup>2084</sup> V. *supra* n° 208 et s.

<sup>2085</sup> V. *supra* n° 242 et s.

<sup>2086</sup> V. *supra* n° 220 et s.



l'intermédiaire auquel il s'adresse se portera lui-même contrepartie et se couvrira aisément par ailleurs. Il peut être fait utilisation de titres financiers, mais également de contrats financiers : la standardisation des contrats sur les marchés réglementés et organisés explique la facilité avec laquelle ces opérations peuvent se nouer.

**362. – Acquisition d'actions aux fins de couverture.** Dans les sociétés dont les titres sont cotés sur les marchés réglementés ou organisés, la pratique inverse peut être observée : l'aléa social n'est plus couvert à dessein mais l'acquisition d'actions répond à un besoin de couverture. Un prestataire d'investissement, par exemple, dans le cadre d'une opération de contrepartie<sup>2087</sup>, peut prendre un intérêt à la baisse dans une société afin de satisfaire un client entendant détenir une exposition économique dans la société sans pour autant en devenir actionnaire. Il en sera ainsi lorsqu'il consent un swap ou une option d'achat ou lorsqu'il vend à terme des droits sociaux. Parce que le prestataire perd si le cours du titre augmente, il acquiert le plus souvent les actions sous-jacentes afin de couvrir ce risque. Ainsi, si le cours augmente, il perd du fait de sa position en dérivés mais gagne du fait de sa position en actions, et inversement. Les droits sociaux sont donc acquis uniquement comme instruments de couverture, indépendamment des droits qu'ils confèrent à leur détenteur au sein de la société. D'autres moyens de couverture, par l'utilisation de dérivés, existent<sup>2088</sup>. Toutefois, l'acquisition d'actions est celui qui est le plus couramment pratiqué. Notamment, lorsque le marché d'une action est peu liquide, il ne sera pas aisé de négocier des dérivés portant sur cette action. L'acquisition d'actions s'avère alors le seul moyen simple de couverture. Dans les autres cas, la couverture s'appuie toujours au moins partiellement sur l'acquisition d'actions<sup>2089</sup>.

**363. – Conclusion.** La propriété de droits sociaux, même au sens absolutiste et individualiste, ne suppose donc pas nécessairement l'aléa social, tant les moyens de couverture, comme les raisons d'une couverture, sont divers.

## II- L'aléa sans propriété

**364. – Présentation.** S'il est des cas où la propriété ne suppose plus l'aléa social, inversement, il est des hypothèses où des non-propriétaires sont positivement intéressés aux affaires sociales.

---

<sup>2087</sup> V. art. 4402 du Règlement Euronext ; sur l'internalisation systématique, v. égal. art. L. 425-1 C. mon. fin.

<sup>2088</sup> V. par ex., Financial Services Authority (FSA), *Disclosure of contracts for difference – Consultation and draft handbook text*, consultation paper 07/20, nov. 2007.

<sup>2089</sup> Sur cette question V. H. HU et B. BLACK, *art. préc.*, citant M. D. DAYAN et G. A. RAE, « OTC Equity Derivatives : Hedging Transactions and Equity Swaps », in *Swaps & Other Derivatives in 2004*, Practising Law Institute, p. 284.

L'aléa social n'est en effet pas supprimé : il est transféré. À cet égard, deux situations doivent être distinguées.

**365. – Couverture de l'aléa.** Il existe, en premier lieu, des hypothèses où l'aléa social est transféré à un tiers par l'associé désireux de couvrir son risque, ce tiers n'étant pas nécessairement connu de l'associé lorsque l'opération est réalisée sur les marchés financiers. Ce n'est généralement qu'une partie de l'aléa social qui est transférée, de telle sorte que les intérêts de ce tiers ne sont pas alignés sur ceux des associés : on ne peut qualifier l'aléa supporté de social<sup>2090</sup>. Un tel acteur ne pourrait donc prétendre à la reconnaissance de droits politiques au sein de la société. Il peut toutefois en aller différemment lorsque tous les gains et les pertes qui découleraient d'une détention de droits sociaux sont répercutés sur le cocontractant – tel est le cas lorsqu'est conclu un *total return swap*<sup>2091</sup>. Le souscripteur est économiquement dans la même situation qu'un actionnaire, à une exception près toutefois : il n'effectue pas l'immobilisation qui incombe à l'associé à titre d'apport. Mais, d'une part, les actions ne sont pas acquises à son initiative, son cocontractant décide ou non d'en faire l'acquisition en toute liberté. D'autre part, il n'exprime à aucun moment la volonté de s'associer<sup>2092</sup>. Le souscripteur du swap demeure un tiers à la société, sans qu'aucun lien de droit ne l'y unisse ; il ne désire pas jouer le jeu sociétaire. On comprend alors que rien ne justifie que lui soit reconnu un quelconque droit d'intervention au sein de la société<sup>2093</sup>. La situation de ces acteurs ne doit donc pas influencer sur les règles d'attribution du droit de vote. Elle incite, en revanche, à encadrer les règles d'exercice du droit de vote, puisque ces acteurs non associés, intéressés positivement à la société, peuvent être désireux d'influencer le résultat des consultations sociales.

**366. – Transferts temporaires de propriété.** Il en est différemment dans les hypothèses de propriété temporaire. Dans ces cas, si l'aléa social n'est pas supporté par le propriétaire, il continue d'être assumé, selon les cas, par celui qui a transféré temporairement sa propriété ou qui a donné ordre d'acquérir une propriété temporaire. Il en est ainsi en cas de propriété-garantie : les droits sociaux ne sont cédés qu'à titre de garantie sans que l'ancien propriétaire n'entende renoncer à ses prérogatives ni à ses obligations. Il en est de même en cas de propriété-gestion :

---

<sup>2090</sup> V. *supra* n° 315.

<sup>2091</sup> V. *supra* n° 224.

<sup>2092</sup> Ce point est développé *supra* n° 318.

<sup>2093</sup> Toutefois comp. M. CAFFIN-MOI, « Pour un cantonnement de l'exigence de contribution aux pertes », in *Mélanges en l'honneur de Ph. Merle*, à paraître, n° 24 : « En effet, on peut se demander si ce n'est pas plus la constatation d'un risque pris par l'associé qui manifeste l'*affectio societatis* que la seule contribution aux pertes qui, parfois, n'a aucune portée. Ne peut-on en effet justifier toutes les situations dans lesquelles l'apporteur ne subit pas les pertes sociales par le fait qu'il prend, par ailleurs, un risque ? On déplacerait alors le centre de gravité de la contribution aux pertes vers l'*affectio societatis*, ce dernier pouvant parfois être révélé par la prise de risque. Dès lors, la notion de risque étant plus accueillante, on pourrait accepter qu'un associé ne contribuant pas aux pertes ne soit pas de facto dénué d'*affectio societatis*. » L'auteur vise néanmoins essentiellement les bénéficiaires de promesses d'achat à prix plancher et notamment les capitaux-risqueurs.

l'apport est économiquement effectué par le donneur d'ordre qui supporte également les gains et les pertes. Dans les propriétés temporaires pour compte propre, encore, l'ancien propriétaire ne renonce pas à sa propriété. Il consent seulement à se défaire temporairement de ses titres, ce qui constitue un service pour lequel il est rémunéré. Il ne renonce aucunement à ses prérogatives ni à ses obligations<sup>2094</sup>. La situation de ces acteurs n'est donc pas comparable à celle des opérateurs précédemment étudiés. Si le droit leur refuse la qualité de propriétaire, ils en ont toutes les caractéristiques économiques. Il en est de même de la qualité d'apporteur. Ces acteurs supportent un aléa qui peut être qualifié de social. Et les règles d'attribution du droit de vote devraient donc prendre en compte leur situation particulière.

**367. – Conclusion.** La propriété ne constitue ainsi plus un fondement approprié de l'attribution du droit de vote. Diverses sont les hypothèses où le propriétaire de droits sociaux n'assume pas l'aléa social. Inversement, il existe des personnes considérées juridiquement comme tierces à la société, pourtant exposées à l'aléa social. Cela incite à abandonner le principe de la propriété pour repenser les règles d'attribution du droit de vote.

## **Section 2 – L'influence de l'abandon du principe de propriété sur la qualité d'associé, principe théorique**

**368. –** Dissocier l'attribution du droit de vote de la propriété induit une indispensable réflexion sur la notion d'associé. Traditionnellement, en effet, la qualité d'associé constitue le principe théorique de l'attribution du droit de vote : le droit de vote est attribué à l'associé. Mais l'associé est le propriétaire de parts sociales ou d'actions. Faudrait-il alors refuser la qualité d'associé à celui qui ne supporte pas l'aléa social ou la lui reconnaître tout en le privant de droit de vote ?

Avant d'étudier plus en détail cette question, il faut se souvenir que plusieurs auteurs se sont déjà penchés sur la notion d'associé, établissant en son sein des classifications. Il convient ainsi de vérifier au préalable de toute réflexion que celles-ci ne permettent pas d'appréhender les mécanismes de dissociation de l'aléa et du vote (I). Une fois celles-ci écartées, il faudra s'atteler à la recherche d'une classification adaptée (II).

---

<sup>2094</sup> Il est d'ailleurs souvent relevé que le prêteur ne mesure pas toujours les conséquences du prêt. Il ne réalise pas, notamment, qu'il ne pourra exercer le droit de vote en cas de réunion d'une assemblée générale. V. par ex. G. T.M.J. RAAIJMAKERS, « Securities Lending and Corporate Governance », publié en danois dans *Tussen Themis en Mercurius (Anniversary Book of the Dutch Association of Company Lawyers)*, Deventer, The Netherlands 2005, p. 241.

## I- Constat de l'insuffisance des classifications doctrinales existantes

**369.** – A ce stade de la réflexion, il est intéressant de s'arrêter un instant sur les classifications doctrinales des associés afin de bien montrer qu'elles ne permettent pas d'appréhender les difficultés soulevées par les mécanismes de dissociation.

Diverses classifications ont été dégagées. Si le critère retenu varie selon les auteurs, elles reviennent en substance à distinguer, parmi les actionnaires des sociétés anonymes, les bailleurs de fonds des associés désireux de participer à la gestion sociale<sup>2095</sup>. Remarquons au préalable que ces classifications ne concernent que les sociétés anonymes et essentiellement les sociétés cotées. Elles résultent en effet du constat de la diversité des actionnaires de ces sociétés et de l'apathie de beaucoup d'entre eux. Or si certaines pratiques de dissociation sont propres aux sociétés anonymes – et souvent aux sociétés cotées – parce qu'elles supposent l'existence de marchés suffisamment liquides, d'autres n'en sont pas exclusives. Ces classifications ne recouvrent donc pas le champ des pratiques auxquelles l'on s'intéresse.

Elles méritent toutefois examen en ce qu'à première vue, elles pourraient sembler permettre d'appréhender, dans les sociétés anonymes du moins, la spécificité des propriétaires ne subissant pas l'aléa social. Nous verrons qu'il n'en est rien. Nous examinerons les distinctions fondées sur les mobiles du propriétaire d'actions (A) puis celle, plus récente, s'appuyant sur la faculté de participer aux affaires sociales (B).

### A- Les classifications fondées sur les mobiles du propriétaire d'actions

**370. – Présentation de la classification.** Malgré des tentatives de limiter les inégalités de droit entre les actionnaires des sociétés anonymes<sup>2096</sup>, le constat de leur inégalité de fait est ancien<sup>2097</sup>. Tandis que certains cherchent à influencer sur la gestion sociale, d'autres ne sont intéressés que par la rémunération de leur apport. Monsieur Champaud<sup>2098</sup> a été le premier à formaliser la

---

<sup>2095</sup> Monsieur Viandier propose également une distinction entre associés et participants. Elle ne s'opère toutefois pas au sein des propriétaires de parts ou d'actions : l'intégralité de ceux-là sont qualifiés d'associés. V. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 229 et s.

<sup>2096</sup> Loi du 26 avril 1930 prohibant la création d'actions à droit de vote privilégié ; loi du 13 novembre 1933 faisant disparaître les actions à droit de vote plural existantes ; loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales n'autorisant que la création d'actions à droit de vote double. Des exceptions ont toutefois toujours existé.

<sup>2097</sup> V. par ex. P. CORDONNIER, *ouvr. préc.* ; G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne, ouvr. préc.*, n° 38 et s. ; J. PAILLUSSEAU, *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, Préf. M.-Y. Lousouarn, Sirey, 1967, p. 49 ; P. CATALA, « La transformation du patrimoine dans le droit civil moderne », *RTD civ.* 1966, p. 184, spéc. n° 8.

<sup>2098</sup> CL. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, préf. Y. Lousouarn, Sirey, 1962, spéc. n° 29 et s.

distinction<sup>2099</sup> en distinguant le bailleur de fonds de l'actionnaire de contrôle. Le premier est un individu « *qui acquiert des actions dans le simple but de placer ses capitaux, quelle que soit la durée prévue de son placement* » ; le second, une personne qui « *devient actionnaire dans l'intention de prendre une part active à l'administration de la société, soit en se faisant porter aux fonctions d'administrateur, soit en y faisant désigner un individu interposé* ». Le critère de distinction est alors un critère psychologique : c'est le mobile qui préside à l'acquisition des actions. Ainsi, celui qui acquiert des actions avec l'idée d'influer sur la gestion sociale est classé dans les actionnaires de contrôle, même s'il n'a pas la majorité nécessaire pour exercer de fait le pouvoir au sein de la société. Postérieurement, un auteur a repris cette conception en distinguant, au sein de la minorité largement entendue, les actionnaires minoritaires soucieux de faire entendre leur voix et cherchant ainsi à améliorer la prospérité de la société dont ils bénéficient par contre-coup, des épargnants ou bailleurs de fonds, se préoccupant seulement de la rémunération du capital<sup>2100</sup>. Le critère retenu est là encore psychologique : c'est le mobile présidant non à l'acquisition mais au comportement du porteur. Cette précision s'explique en ce qu'il n'est pas exclu que ce dernier change de catégorie au fil du temps.

**371. – Inadaptation de la classification.** Cette classification ne permet pas d'appréhender la problématique des mécanismes de dissociation.

Chez ces auteurs, la catégorisation constitue une grille d'analyse de l'actionariat des sociétés anonymes, plus qu'une tentative de créer des catégories juridiques nouvelles auxquelles serait attaché un régime propre. Elle n'a notamment pas pour objet de dénier la qualité d'associé aux bailleurs de fonds<sup>2101</sup>. Au demeurant, la distinction serait peu fonctionnelle. Il est aujourd'hui tout à fait fréquent que l'actionnaire n'entendant opérer qu'un placement exerce tout de même son droit de vote. C'est d'ailleurs ce que de nombreuses législations ont tenté d'encourager<sup>2102</sup>. Le

---

<sup>2099</sup> Celle-ci est toutefois ancienne, v. par ex. A. PERCEROU, *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions*, *ouvr. préc.*, p. 545 ; G. RIPERT, *préc.*

<sup>2100</sup> D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, spéc. n° 12 et s.

<sup>2101</sup> V. CL. CHAMPAUD, *ouvr. préc.*, n° 19 : « *Malgré les doutes parfois émis à ce sujet, l'actionnaire est un associé* » ; D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 8 : « *Les mobiles divers et divergents qui animent les actionnaires, comme la recherche d'une influence ou du pouvoir, la volonté de nouer ou d'entretenir des relations commerciales, le service à rendre par croisement de participations, le besoin de surveiller un concurrent, et d'autres encore, demeurent sans influence aussi longtemps qu'ils ne contrarient pas l'objectif fondamental de la recherche d'un enrichissement individuel provenant de l'enrichissement collectif* ».

<sup>2102</sup> V. L. 533-22 du C. mon. fin. sur l'obligation de vote des sociétés de gestion de portefeuille. L'idée qui sous-tend depuis longtemps le droit européen des sociétés réside en ce que le fonctionnement des sociétés sera favorisé par l'exercice du droit de vote des actionnaires. Il conviendrait donc d'encourager celui-ci par tout moyen et de « *renforcer les droits des actionnaires* ». V. Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*, V. notamment les considérants 1, 3 et 14. C'est également le paradigme qui a longtemps guidé l'évolution du droit français, entraînant notamment une inflation des obligations d'information à la charge de la société. V. en dernier lieu le rapport commandé par l'AMF : Groupe de travail présidé par Y. Mansion, *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France*, *rapp. préc.*

droit de vote est parfois présenté comme un outil de gestion du placement effectué<sup>2103</sup>. La frontière entre les deux types d'actionnaires en est brouillée<sup>2104</sup>. D'ailleurs, les tentatives de matérialiser cette distinction en droit par la création d'actions sans droit de vote<sup>2105</sup> se sont révélées être des échecs. Le droit de vote, même s'il n'est pas exercé, est recherché en ce qu'il a une valeur<sup>2106</sup>. L'associé n'est donc pas prêt à s'en départir.

En outre, cette classification ne permet pas d'appréhender uniformément la situation des propriétaires n'assumant pas l'aléa social : ils peuvent être rangés tantôt dans une catégorie, tantôt dans l'autre, sans que cette distribution ne soit jamais tout à fait convaincante. Force est de constater, en effet, que leurs mobiles sont hétérogènes. En premier lieu, les intentions qui animent certains sont exclusives de toute idée de participation à la vie sociale. Ils pourraient alors être qualifiés de bailleurs de fonds. Ces actionnaires entrent parfois dans la société afin de rendre un service à un tiers, service généralement rémunéré. Il en sera ainsi d'un actionnaire acceptant d'emprunter les actions d'un tiers au moment d'une assemblée car le régime fiscal des dividendes qu'il percevra sera plus avantageux, le gain étant ensuite partagé<sup>2107</sup>. Il en sera de même d'un porteur chargé de procéder au reclassement des titres. Parfois encore, ces actionnaires ne cherchent pas à rendre un service : l'acquisition leur bénéficie directement. Il en est ainsi de celui qui prend des titres en pension. En second lieu, si certains actionnaires n'ont pas l'intention de s'impliquer dans la vie sociale, ils le feront pour le compte d'autrui. Il peut en être ainsi d'un porteur d'actions votant pour le compte du donneur d'ordre. Ce pourrait également être le cas de celui qui acquiert la propriété d'actions à titre de garantie mais qui vote pour le compte du débiteur. Faut-il le qualifier de bailleur de fonds ou d'actionnaire de contrôle ? On s'aperçoit d'ores et déjà que la frontière entre ces types d'actionnaires est poreuse. Enfin, le droit de vote est parfois recherché : les techniques permettant de découpler le droit de vote de l'aléa peuvent être utilisées à des fins exclusivement politiques. Par exemple, un majoritaire cherchera parfois à

---

<sup>2103</sup> V. en matière d'OPCVM, n° 267. V. égal. P.-H. LEROY, « Le vote des actionnaires minoritaires, décision financière », 1<sup>ère</sup> partie, *Option finance* 2 janv. 1996, n° 384, p. 26 ; 2<sup>ème</sup> partie, 22 janv. 1996, n° 387, p. 26.

<sup>2104</sup> V. A. DALIOS et A. TADROS, « La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés », *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 406 ; F. DRUMMOND, « L'information des actionnaires et des investisseurs », in Colloque Droit et Commerce à Deauville des 2 et 3 avr. 2005, « Entreprise : information et rumeur », *Rev. jur. com.* 2005, Hors-série, p. 15.

<sup>2105</sup> V. sur ce thème et chronologiquement : A. PERCEROU, *th. préc.*, n° 370 et n° 449 et s. ; CL. CHAMPAUD, *ouvr. préc.*, 58 et s. ; A. TUNC, « Les conventions relatives au droit de vote », *art. préc.* ; T. BONNEAU, « La diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », *RTD civ.* 1988, p. 535 ; F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 290 et s. ; CL. CHAMPAUD, « Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », in *Prospectives du droit économique, Dialogues avec M. Jeantin*, Dalloz, 1999 p. 161, spéc. p. 165.

<sup>2106</sup> V. A. COURET, « Première traduction législative de la corporate governance : la loi sur les fonds de pension », *préc.* : « *Cependant, l'observation empirique va démontrer un évident attachement des actionnaires même minoritaires au droit de vote. Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les certificats d'investissement connaissent une décote due à l'absence du droit de vote : les marchés donnent donc bel et bien une valeur pécuniaire à ce droit. La même décote frappe les titres des sociétés anonymes qui se transforment en commandites par actions et qui condamnent par là à l'inefficacité le droit de vote. Le droit de vote, prérogative politique par essence a donc indiscutablement une valeur pécuniaire* ».

<sup>2107</sup> V. *supra* n° 177.

assurer le vote d'une délibération en augmentant temporairement et sans risque sa participation. Le fondateur d'une société peut encore, tout en en restant maître de son affaire, désirer diversifier son risque<sup>2108</sup>. Un minoritaire peut chercher à augmenter temporairement sa participation afin de s'assurer de l'adoption d'une délibération ou afin de franchir l'un des seuils légaux ou statutaires nécessaires à l'exercice de certains droits. Enfin, des tiers à la société détenant une exposition économique négative peuvent chercher à influencer sur les décisions sociales ou sur le cours de bourse des actions. Ainsi, les propriétaires ne supportant pas l'aléa social n'entrent pas dans l'une des catégories précitées. Certains pourraient être qualifiés d'épargnants, certains d'actionnaires minoritaires ou d'actionnaires de contrôle, tandis que l'on hésite sur la qualification à donner à d'autres.

Ces classifications ne suffisent donc pas à l'analyse du cas particulier de ces propriétaires. Elles visent, en effet, des situations classiques où l'actionnaire, quelle que soit son attitude au sein de la société, a pour objectif un enrichissement personnel résultant de l'enrichissement social<sup>2109</sup>, et poursuit ainsi l'intérêt commun<sup>2110</sup>. Or tel n'est plus le cas lorsque le propriétaire ne subit pas l'aléa social. Certains ont un intérêt clairement contraire : ils gagneraient à la baisse du cours. C'est évidemment une situation extrême. D'autres ont un intérêt neutre. Ils n'ont que faire de l'enrichissement social, ou du moins certains, comme les propriétaires d'actions à titre de garantie, n'ont qu'un intérêt très indirect à l'enrichissement de la société. D'autres encore, possèdent un intérêt, décorrélé de l'aléa social.

Chercher à classer ces acteurs dans l'une ou l'autre des classes proposées aurait donc peu de sens. Leur situation ne correspond ni à celle d'un épargnant, ni à celle d'un actionnaire actif.

## **B- La classification fondée sur la faculté de participer à la vie sociale**

**372. – Présentation de la classification.** Plus récemment, un auteur a renouvelé l'analyse en distinguant au sein des actionnaires, les investisseurs – pour qui l'acquisition de titres n'est qu'un moyen de faire fructifier leur épargne –, des associés – pour qui la recherche du profit passe par la réalisation de l'objet social et qui entendent participer à l'exercice du pouvoir<sup>2111</sup>. Le critère de démarcation serait non pas l'intention de l'actionnaire d'exercer ses prérogatives politiques, c'est-

---

<sup>2108</sup> V. H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *préc.*, p. 831.

<sup>2109</sup> A.-V. LE FUR, « "Concilier l'inconciliable" : réflexions sur le droit de vote de l'actionnaire », *D.* 2008, p. 2015 ; D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 1 et s. ; D. SCHMIDT, « De l'intérêt commun des associés », *JCP éd. E* 1994, n° 48, 404. V. égal. P. CORDONNIER, *De l'égalité entre actionnaires*, Ed. Rousseau, 1924, n° 1 et n° 5.

<sup>2110</sup> V. D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 1 et s.

<sup>2111</sup> F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, spéc. n° 294 et s.

à-dire un critère subjectif, mais la faculté de le faire<sup>2112</sup>. Le régime attaché à chaque catégorie divergerait alors. Seuls les associés seraient soumis au droit des sociétés, tandis que les investisseurs connaîtraient un régime propre, les déliant de certaines contraintes pesant sur les associés, telle la prohibition des clauses léonines<sup>2113</sup>. Ils bénéficieraient en outre d'une protection accrue. Le régime exact applicable à chacun n'est cependant pas clairement défini. En réalité, le critère proposé comme les conséquences à tirer de la classification semblent peu adaptés à l'appréhension des situations qui nous préoccupent.

**373. – Caractère inapproprié du critère.** Cette classification a été conçue pour appréhender la situation des cessionnaires temporaires qui, aux termes de l'analyse, ne devraient pas être considérés comme des associés. Pourtant, elle ne semble pas mieux appropriée au traitement des mécanismes de dissociation. En effet, le manque de précision du critère paraît nuire à son efficacité et la classification ne permet pas d'appréhender la situation des actionnaires ne supportant pas l'aléa.

D'une part, le critère manque de précision<sup>2114</sup> pour autoriser une appréhension *a priori* des mécanismes de dissociation. Afin que la catégorisation puisse produire des effets de droit – l'idée étant d'élaborer un régime propre aux actionnaires non associés, et non d'apprécier leur comportement *a posteriori* –, le critère doit être suffisamment précis pour permettre de ranger *ab initio* dans l'une ou l'autre catégorie un actionnaire donné. Or tel n'est pas le cas. Le critère est la faculté de participer à la vie sociale. Mais qu'entend-on exactement par faculté ? Les cessionnaires temporaires sont en général des professionnels qui ont la capacité de s'informer sur l'état de la société et d'exercer leur droit de vote de manière éclairée<sup>2115</sup>. Alors, devraient-ils tous être rangés dans la catégorie des associés ? Ce n'est pas ce que suggère l'auteur qui entend au contraire qualifier les cessionnaires temporaires de bailleurs de fonds. Mais peut-on réellement ranger dans une même catégorie le petit porteur et la banque chargée de procéder au reclassement d'un large nombre d'actions ? Leur situation et les objectifs qu'ils poursuivent par la prise de participation diffèrent assurément. Le critère n'est donc pas suffisamment précis pour autoriser une approche globale du phénomène. Il semblerait finalement que le seul constat de l'exercice du droit de vote par un actionnaire le ferait sortir de la catégorie des bailleurs de fonds, et inversement<sup>2116</sup>. Il ne permettrait qu'un traitement *a posteriori* de certains comportements, au cas par cas. C'est d'ailleurs ainsi que la classification a été utilisée par la Cour de cassation dans sa jurisprudence relative aux

---

<sup>2112</sup> *Ibid.*, n° 312.

<sup>2113</sup> F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 362 et s.

<sup>2114</sup> V. T. MASSART, note sous Paris 25<sup>ème</sup> ch. sect. B, 21 déc. 2001, *Bull. Joly* 2002, p. 499 ; N. MATHEY, note sous Cass. com., 16 nov. 2004, n° 00-22713, *Bull. Joly* 2005, p. 270.

<sup>2115</sup> V. égal. J.-PH. DOM, *Bull. Joly* 2000, p. 1142, note sous Paris, 25<sup>ème</sup> ch., sect. B, 12 mai 2000.

<sup>2116</sup> V. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 346.



promesses croisées<sup>2117</sup>. Comme les conceptions plus anciennes<sup>2118</sup>, remarquons que la distinction entre celui qui entend faire un placement sans exercer le droit de vote et celui pour qui la réalisation d'un profit passe par la participation aux affaires sociales, se brouille lorsqu'il s'agit de prendre en compte les techniques de dissociation de l'aléa et du vote.

D'autre part, ce critère ne permet pas d'appréhender uniformément la situation des actionnaires ne supportant pas l'aléa. En effet, cette classification s'inscrit dans la lignée des catégories précédemment proposées et qui n'avaient vocation à s'appliquer qu'à ceux qui entendaient poursuivre un enrichissement personnel par le biais d'un enrichissement social, répondant ainsi à la définition de l'article 1832 du Code civil. Or ce ne sera généralement pas le cas de ceux qui n'assument pas l'aléa<sup>2119</sup>. Il y aurait donc peu de sens à tenter de forcer ces catégories afin de vouloir y faire entrer les situations qui nous préoccupent. Si l'on devait le faire, il semble qu'aucune d'entre elles ne permette d'englober l'intégralité des propriétaires d'actions ne subissant pas l'aléa social. En effet, ceux qui utilisent ces stratégies en ayant en vue l'exercice du droit de vote afin d'améliorer le rendement d'un placement, devraient sans doute être rangés dans la catégorie des associés, la participation à la vie sociale semblant incompatible avec la qualification de bailleur de fonds. À l'inverse, un créancier détenant des actions à titre de garantie et n'exerçant pas le droit de vote devrait être rangé dans la première catégorie. S'il devait toutefois l'exercer pour le compte de son débiteur, la question de l'application du critère de la faculté de participation à la vie sociale se poserait encore<sup>2120</sup>. On peut également se demander s'il est cohérent d'assimiler un activiste, pouvant avoir un intérêt négatif dans la société, à un actionnaire majoritaire traditionnel<sup>2121</sup>, ou encore un petit porteur à un capital-risqueur qui serait bénéficiaire d'une promesse d'achat afin de couvrir son risque. On comprend donc que la catégorisation proposée ne permette pas de traiter pertinemment la situation des actionnaires non exposés à l'aléa social.

**374. – Caractère inapproprié des conséquences attachées à la classification.** Les conséquences attachées à la classification ne semblent pas mieux adaptées à la situation des propriétaires ne supportant pas l'aléa social. L'auteur suggère que le régime des associés reste inchangé tandis que celui applicable aux investisseurs, et donc notamment aux cessionnaires

---

<sup>2117</sup> V. *supra* n° 186 et s.

<sup>2118</sup> V. *supra* n° 371.

<sup>2119</sup> *Ibid.*

<sup>2120</sup> L'auteur considère alors que le porteur serait bailleur de fonds. Seul le donneur d'ordre réunirait les caractéristiques de l'associé. V. *préc.*, n° 374.

<sup>2121</sup> V. I. PARACHKEVOVA, « Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée », LGDJ, 2005, p. 12 : « L'activisme démesuré de l'investisseur ne se justifie pas par une prise de conscience subite d'une appartenance sociétariale. Plus que tout autre, il est étranger à la société qui n'est pour lui qu'une machine à créer de la valeur actionnariale ». V. égal. PH. BISSARA, « L'influence de la professionnalisation de l'actionnariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières », *art. préc.*

temporaires, soit adapté à leur situation particulière. Ils seraient ainsi déliés du « droit des sociétés » mais bénéficieraient d'une protection particulière.

Remarquons que le seul fait de ne pas exercer le droit de vote ne plaide pas en faveur d'une protection spécifique. Deux arguments pourraient justifier une telle protection.

D'une part, le manque d'information et de compétences à déchiffrer les informations reçues peut justifier une attention particulière portée à cette catégorie. Plus précisément, une protection devrait être octroyée lors de la souscription ou de l'acquisition des actions : il s'agirait de veiller à ce que l'actionnaire nouveau soit conscient des conséquences éventuelles de son acquisition et notamment des risques de perte. Le droit financier s'y attache déjà<sup>2122</sup>. Mais cela ne justifierait en aucun cas, l'octroi d'un régime particulier une fois les actions acquises : si l'investisseur, une fois informé, n'entend pas supporter les conséquences découlant de la qualité d'actionnaire, d'autres types variés d'investissements s'offrent à lui. Rien ne légitime notamment que la prohibition des clauses léonines soit écartée<sup>2123</sup>. Relevons surtout que ce manque d'information ou de compétence ne concerne que ceux qui sont parfois qualifiés de « petits porteurs ». Or nous avons déjà constaté que la notion d'investisseur ne recouvrait pas une réalité homogène. Les cessionnaires temporaires ne pourront généralement pas être qualifiés de petits porteurs et leur situation ne nécessite pas une protection spécifique au stade de l'acquisition.

D'autre part, l'obligation de se soumettre à la volonté de la majorité pourrait justifier une protection contre les effets excessifs qui pourraient en résulter, et non une dérogation aux règles sociales. Celle-ci peut prendre plusieurs formes. À titre d'exemple, dans les sociétés cotées, le droit des marchés financiers s'attèle à garantir à tout actionnaire la possibilité d'une sortie du capital dans des conditions raisonnables, lorsque la structure de l'actionnariat est substantiellement modifiée<sup>2124</sup>. Cette protection n'est toutefois pas liée à la qualité d'investisseur, mais plus généralement à celle de minoritaire<sup>2125</sup>. Ce n'est donc pas le besoin de protection des investisseurs qui peut légitimer l'adaptation du régime traditionnel attaché à la notion d'actionnaire, en particulier la licéité d'une exonération du risque social.

Déliier certains actionnaires des contraintes propres à la qualité d'associé ne peut résulter que d'une volonté d'adapter les règles sociales à l'évolution des besoins économiques.

---

<sup>2122</sup> V. notamment les art. L. 411-1 CMF relatifs à l'offre au public de titres financiers.

<sup>2123</sup> V. T. MASSART, note sous Paris 25<sup>ème</sup> ch. sect. B, 21 déc. 2001, *préc.*

<sup>2124</sup> V. les dispositions relatives aux offres publiques obligatoires (234-1 et s. RG AMF), aux offres publiques de retrait (236-1 RG AMF), à la garantie de cours (234-6).

<sup>2125</sup> Sur ces questions, V. A. JOLY-DESCAMPS, *La protection des actionnaires dans les sociétés cotées*, th. Paris 1, 2008.

Remarquons toutefois que le seul constat d'un besoin nouveau ne suffit pas à justifier une intervention, encore faut-il vérifier que le besoin est légitime, ce qui n'est pas toujours le cas en matière de cession temporaire. En outre, l'adaptation du droit ne doit pas se réaliser au détriment de l'équilibre du système et de la protection des tiers. Dans cette conception, le non-exercice du droit de vote devrait avoir pour corollaire l'exclusion de l'application du droit des sociétés, et notamment de la prohibition des clauses léonines. Pour autant, l'investisseur ne serait pas privé de son droit de vote. Il pourrait en disposer<sup>2126</sup> ou décider, à tout moment, de l'exercer<sup>2127</sup>. Or en premier lieu, un actionnaire ne peut disposer à sa guise du droit de vote. Il peut décider de ne pas l'exercer, ce qui n'engage que lui. Il en va, en revanche, tout autrement de l'abandon contre rémunération ou de la cession du droit de vote<sup>2128</sup>. L'attribution du droit de vote obéit à des règles d'ordre public et le seul constat du désintéret de l'actionnaire pour l'exercice de son droit ne suffit pas à justifier de telles pratiques. En second lieu, on ne peut admettre qu'un actionnaire soit délié du risque de perte tout en continuant d'être titulaire du droit de vote<sup>2129</sup>. La contrepartie de la licéité des clauses léonines est le non-exercice du droit de vote ; pour autant, l'actionnaire serait à tout moment susceptible de modifier son comportement. Certes, il passerait alors dans la catégorie des associés et sa situation deviendrait illégale – on perçoit déjà la complexité de la mise en œuvre du critère. Il demeure que l'actionnaire disposerait d'un pouvoir de pression, susceptible à tout moment de modifier son comportement pour voter contre des décisions contestées. Car l'exercice du droit de vote n'est pas le seul mode d'exercice du pouvoir au sein d'une société ; la simple potentialité de son exercice peut s'avérer tout aussi efficace. On ne peut donc exonérer un actionnaire des obligations inhérentes à la qualité d'associé tout en continuant de lui attribuer le droit de vote. Remarquons également qu'il est peu cohérent de permettre à un investisseur de bénéficier des chances de gain et de s'exonérer des risques de perte, ou inversement, l'un étant la contrepartie indispensable de l'autre. En réalité, les droits et obligations attachés à la qualité d'associé forment un ensemble homogène qu'il est délicat de découpler. Seule la privation du droit de vote pourrait finalement justifier un tel régime. On aboutit alors à un schéma connu : les actions privées de droit de vote. Mais même dans ces cas, remarquons que les actionnaires ne sont pas dispensés des obligations inhérentes à la qualité d'associé : ils perdraient sinon toute spécificité et se confondraient avec des obligataires. Enfin, il est illusoire de croire que des actionnaires seraient prêts à se départir définitivement de leurs droits de vote<sup>2130</sup>. La volonté de traduire en droit la dualité de fait de l'actionnariat n'a rencontré jusqu'à présent que

---

<sup>2126</sup> V. notamment F.-X. LUCAS, « Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? », *préc.* : « Pourquoi, l'actionnaire-investisseur ne pourrait-il exiger une garantie contre les pertes, pourquoi ne pourrait-il pas renoncer à son droit de vote de manière définitive en exigeant des contreparties qui lui semblent plus avantageuses ? ».

<sup>2127</sup> V. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 346.

<sup>2128</sup> V. *supra* n° 38 et s. et n° 83 et s.

<sup>2129</sup> Rappr. T. MASSART, *Bull. Joly* 2002, p. 499, note sous Paris 25<sup>ème</sup> ch. sect. B, 21 déc. 2001.

<sup>2130</sup> V. pourtant en ce sens : CL. CHAMPAUD, *th. préc.*, n° 32 : « Que lui importe dès lors, ce droit de gestion dont le législateur a assorti son titre ? Il l'abandonne bien volontiers (...) ». V. égal. A.-V. LE FUR, *art. préc.*, spéc. p. 2020.

peu de succès. Le droit de vote a, en effet, une valeur et tout titre qui en est privé perd une grande partie de son intérêt sur le marché. Il n'est pas rare en outre que ceux qui l'avaient délaissé renouent avec son usage à l'occasion d'une situation particulière.

**375. – Conclusion.** Le traitement de la situation des propriétaires n'assumant pas l'aléa social ne peut donc emprunter la voie des classifications traditionnelles. Une autre démarche doit être suivie.

## II- Recherche d'une classification adaptée

**376. –** Le droit de vote étant classiquement conféré à l'associé, la négation du droit de vote des propriétaires de parts ou d'actions ne supportant pas l'aléa social pourrait emprunter deux voies. Elle pourrait passer par une dissociation entre qualité d'associé et propriété. Dans cette optique, la propriété de parts ou d'actions ne serait plus le critère de la qualité d'associé. La qualification d'associé continuerait cependant toujours d'engendrer l'attribution du droit de vote. Ainsi, le propriétaire ne supportant pas l'aléa social se verrait refuser cette qualification. Le régime attaché à cette notion ne lui serait pas applicable ; le droit de vote lui serait notamment refusé. Il conviendrait toutefois de justifier ce qui permet de passer de la nécessité de suppression du droit de vote à une privation plus générale de l'intégralité des prérogatives sociales. Une autre solution consisterait à continuer d'attribuer la qualité d'associé au propriétaire de droits sociaux. Les associés seraient toutefois répartis en deux catégories, certains d'entre eux se voyant refuser le droit de vote. Cela reviendrait à affirmer que l'aléa social justifie l'attribution du droit de vote mais n'est pas le critère de la qualité d'associé.

Faut-il donc qualifier d'associé le propriétaire ne supportant pas l'aléa social ? Une réponse négative conduirait à dépasser la question de l'attribution du droit de vote pour repenser la notion même d'associé. Mais elle paraît la solution la plus adaptée au traitement des difficultés soulevées par les mécanismes de dissociation de l'aléa et du vote. En effet, la solution inverse – la qualification d'associé du propriétaire ne supportant pas l'aléa – n'aurait de sens que si la notion d'associé conservait, malgré ce, une unité dans sa définition comme dans son régime : « *une classification n'est utile et opportune que si elle est conforme à la logique naturelle des choses* »<sup>2131</sup>. Le constat de son hétérogénéité conduit à opter pour une autre voie. Le refus de la qualité d'associé aux propriétaires n'assumant pas l'aléa social produit en outre des effets pratiques mieux adaptés, puisqu'il n'exclut pas que la qualité d'associé, et donc le droit de vote, soient attribués à des non-

---

<sup>2131</sup> P. PESCATORE, *Introduction à la science du droit*, Deuxième réimpression de l'ouvrage édité en 1960, Bruylant, 2009, p. 217.

propriétaires qui assumeraient, eux, l'aléa social. Il rend ainsi possible une éventuelle redistribution du droit de vote.

Dans cette démarche, deux questions se posent successivement. D'abord, seul le droit de vote doit-il être refusé à ceux ne supportant pas l'aléa social ou la privation des prérogatives sociales doit-elle être plus générale ? Cela conduit à s'interroger sur le bien-fondé du bénéfice du régime attaché à la notion d'associé pour ces intervenants (A). Nous verrons que la réponse est nuancée. Les droits politiques doivent leur être refusés. Les droits et obligations pécuniaires leur sont reconnus mais ils s'en soustraient ensuite volontairement. Cet élément commun justifie-t-il alors une qualification unique, celle d'associé ? La trop grande divergence de régime doit-elle plutôt conduire à refuser la qualité d'associé aux propriétaires ne supportant pas l'aléa social ? Il nous faudra ainsi nous pencher sur la notion même d'associé (B).

### A- Examen du régime attaché à la notion d'associé

**377.** – Les classifications juridiques ont un objectif fonctionnel. Catégoriser ne vise pas à « connaître l'essence des institutions pour en classer les diverses variétés dans un herbier »<sup>2132</sup>, mais à déterminer la règle de droit applicable dans une situation donnée<sup>2133</sup>. Conserver une catégorie unique d'associés n'aurait ainsi de sens que si tous demeuraient soumis à un régime commun, la seule dérogation tenant à l'attribution du droit de vote. Or lorsque le propriétaire de droits sociaux ne subit pas l'aléa social, l'intégralité du régime attaché à la notion d'associé est mise à mal. D'un point de vue politique, le bénéfice des droits extra-pécuniaires reconnus à l'associé est injustifié (1). D'un point de vue financier<sup>2134</sup>, ce propriétaire peut en apparence bénéficier des droits et supporter les obligations pécuniaires des associés. Mais économiquement, il s'en soustrait volontairement (2). Les régimes auxquels devraient être soumis ces deux types d'acteurs diffèrent ainsi substantiellement.

#### 1. Le bénéfice injustifié des droits politiques

**378. – Présentation.** Les droits extra-pécuniaires reconnus à l'associé sont divers et varient selon les formes sociales. Nous en excluons le droit de faire partie de la société, ou droit de ne

---

<sup>2132</sup> B. CHENOT, « La notion de service public dans la jurisprudence économique du Conseil d'État », *Études et documents du Conseil d'État* 1950, p. 77, spéc. p. 82.

<sup>2133</sup> J. RIVERO, « Apologie pour les faiseurs de systèmes », *D.* 1951, chron. p. 99 ; M. WALINE, « Empirisme et conceptualisme dans la méthode juridique : faut-il tuer les catégories juridiques ? », *Mélanges en l'honneur de J. Dabin*, t. 1, Bruylant, 1963, p. 359. V. égal. sur ces questions, C. JARROSSON, *La notion d'arbitrage*, Préf. B. Oppetit, LGDJ, 1987, n° 456 et s.

<sup>2134</sup> Cette distinction traditionnelle demeure pertinente ici, même si ces limites ont été soulignées : V. M. BUCHBERGER, *ouvr. préc.*, n° 74 et s.

pas être exclu, qui se justifie à la fois sur le fondement des articles 544 et 545 et sur le fondement de l'article 1134 du Code civil. Souvent présenté comme un droit extra-pécuniaire de l'associé<sup>2135</sup>, il découle plus de la qualité de propriétaire et de contractant que de sa qualité d'associé. Nous en excluons également le droit de céder ses titres qui, lorsqu'il existe, peut encore être déduit de la qualité de propriétaire de son bénéficiaire plutôt que de sa qualité d'associé. À l'examen et malgré leur diversité, les droits extra-pécuniaires apparaissent être de deux types. Certains sont des droits d'intervention, d'autres sont des droits facilitant l'exercice des droits d'intervention. Les premiers, comme le droit de vote, trouvent leur fondement dans l'aléa social auquel les associés sont exposés et sont généralement conçus comme des prolongements du droit de vote<sup>2136</sup>. Les seconds constituent des accessoires des droits d'intervention. Lorsque l'aléa social n'est pas assumé, leur attribution est donc dépourvue de fondement.

**379. – Droits d'intervention.** Le droit d'intervention confère à l'associé une possibilité d'action effective au sein de la société. Il s'entend d'un droit de gestion des affaires sociales ou, plus souvent, d'un droit de nommer ceux qui s'en chargeront et d'en contrôler la gestion. Ce contrôle porte sur les comptes sociaux et plus largement sur les choix stratégiques que la gestion suppose<sup>2137</sup>. Le droit d'intervention par excellence, et le premier historiquement, est le droit de vote. Néanmoins, parce qu'il est des situations exceptionnelles où il ne suffit pas, il est complété par d'autres droits. En effet, lorsqu'une opération n'a pas à être soumise à l'approbation des associés, ces derniers sont dépourvus de toute possibilité de contrôle. Ils ne pourront que désapprouver leurs dirigeants *a posteriori*. Encore, lorsque l'opération est soumise à l'assemblée des associés, le jeu de la loi majoritaire peut entraîner l'adoption d'opérations pourtant douteuses<sup>2138</sup>. À ces occasions, l'exercice du droit de vote ne suffit plus à assurer le bon fonctionnement social et d'autres moyens d'action sont exceptionnellement mis à la disposition des associés. L'utilisation de ces droits d'intervention reste limitée aux temps de crise. Ces droits d'intervention subsistent également en cas de privation du droit de vote, constituant ainsi un moyen de protection pour l'associé qui serait dénué d'autres possibilités de faire entendre sa voix.

Il en est ainsi du droit de demander une expertise de gestion, prérogative réservée aux associés<sup>2139</sup>. Elle permet la nomination d'un expert qui élaborera un rapport sur une opération de

---

<sup>2135</sup> V. par ex. PH. MERLE, *ouvr. préc.*, n° 305 et s., n° 315 et s.

<sup>2136</sup> Rapp. D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 56.

<sup>2137</sup> Comp. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 204, qui distingue le contrôle de la marche de la société et la faculté d'examiner les comptes. Le contrôle des comptes n'est toutefois qu'un aspect du contrôle de la marche sociale. Un auteur propose cependant d'entendre le terme « contrôle » non au sens de « contrôle-surveillance » mais au sens de « domination, maîtrise ». V. P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 252.

<sup>2138</sup> V. D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 50 et s.

<sup>2139</sup> Dans les SA : Art. L. 225-231 C. com. ; dans les SARL : L. 223-37 C. com.

gestion<sup>2140</sup> dont la régularité est suspecte. L'institution du vote ne suffisant pas au contrôle de la gestion par les associés, ils se voient ainsi doter d'un moyen supplémentaire d'intervention. Le droit de demander la nomination d'un expert de gestion a ainsi le même fondement que le droit de vote dont il n'est généralement qu'un prolongement : c'est l'aléa social qui justifie le droit de contrôle reconnu aux associés<sup>2141</sup>. Le même raisonnement vaut pour les autres droits d'intervention. On peut y inclure le droit d'alerte<sup>2142</sup>, le droit d'exercer l'action sociale *ut singuli*<sup>2143</sup>, ou encore le droit de demander la nomination d'un administrateur provisoire<sup>2144</sup>. La possibilité d'une telle nomination a été admise de manière restrictive<sup>2145</sup> par la Cour de cassation qui semble la refuser notamment aux créanciers en considérant qu'il ne leur appartient pas « *de se faire juge des intérêts de la société et de ses associés et d'agir en leur nom pour les préserver* »<sup>2146</sup>. De tels droits ne sont donc octroyés qu'à ceux qui sont aptes à juger des intérêts de la société, et en conséquence dotés d'un pouvoir de gestion ou de contrôle. L'aléa social n'est ainsi pas au seul fondement du droit de vote mais au fondement des autres droits extra-pécuniaires. Ceux qui ne l'assument pas ne devraient donc pas se voir reconnaître de tels droits d'intervention.

**380. – Droits facilitant l'exercice des droits d'intervention.** Certains droits sont ensuite reconnus à l'associé parce qu'ils lui permettent d'exercer, matériellement et de manière éclairée, ses droits d'intervention, son droit de vote essentiellement.

Celui-ci s'accompagne ainsi du droit de demander, dans certaines conditions, la réunion d'une assemblée<sup>2147</sup> et du droit d'être informé des réunions des assemblées<sup>2148</sup>. Ces droits ne se conçoivent que s'ils s'accompagnent du droit de vote.

---

<sup>2140</sup> L'opération de gestion se définit comme une opération décidée par les organes de gestion, à l'exclusion donc de l'assemblée générale. V. Cass. com. 30 mai 1989, *Bull. civ.* IV, n° 174, p. 115, n° 87-18083 ; *Rev. sociétés* 1989, p. 641, obs. Y. CHARTIER ; *JCP* 1990, II, 21405, note MARTEAU-PETIT ; *Bull. Joly* 1989, p. 715, note P. LE CANNU ; *D.* 1989, IR, p. 194.

<sup>2141</sup> V. *supra* n° 83

<sup>2142</sup> Dans les SARL : art. L. 223-36 C. com. et dans les SA : art. L. 225-232 C. com.

<sup>2143</sup> Art. 1843-5 C. civ.

<sup>2144</sup> Y. GUYON, « Les missions des administrateurs provisoires de sociétés », in *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, t. 1, 1974, p. 103 : « *Lorsqu'une société traverse une crise grave, les tribunaux se reconnaissent compétence pour désigner un administrateur provisoire qui remplace les dirigeants jusqu'à ce qu'une solution ait pu être trouvée – Cette immixtion du juge dans la vie sociale ne se fonde sur aucun texte – Elle est d'autant plus surprenante qu'elle porte atteinte à la souveraineté des associés, dont l'une des attributions essentielles consiste à nommer les dirigeants. Aussi n'intervient-elle que si les procédures normales de solution des conflits ont échoué ou sont inapplicables* ».

<sup>2145</sup> V. sur cette question G. BOLARD, « Administration provisoire et mandat ad hoc : du fait au droit », *JCP éd. E* 1995, I, 509, spéc. n° 15 et s. ; J. CAVALLINI, « Le juge des référés et les mandataires de justice dans les sociétés *in bonis* », *Rev. sociétés* 1998, p. 247.

<sup>2146</sup> Cass. com. 14 févr. 1989, *Rev. sociétés* 1989, p. 633, D. RANDOUX ; *JCP éd. E* 1989, II, 15517, n° 2, note A. VIANDIER et J.-J. CAUSSAIN.

<sup>2147</sup> V. art. L. 221-6 dans les SNC ; art. L. 223-27 al. 3 et 4 C. com. dans les SARL ; art. L. 225-103 dans les SA.

<sup>2148</sup> V. art. L. 223-27 dans les SARL ; art. L. 225-103 et 225-62 et s. dans les SA.

De plus, les droits d'intervention ne sont pertinemment exercés que si l'associé est suffisamment informé, ce qui justifie la reconnaissance d'un droit d'information. Celui-ci a été développé à l'extrême dans les sociétés anonymes. Le législateur s'est en effet fondé sur deux postulats : d'une part, un bon gouvernement d'entreprise suppose que le droit de vote soit exercé largement par les actionnaires qui en disposent et, d'autre part, l'information des actionnaires encourage l'exercice éclairé du droit de vote<sup>2149</sup>. Moins étendu, il existe également dans les autres types de sociétés, y compris les sociétés de personnes<sup>2150</sup>. Au droit d'information strictement entendu, il faut ajouter le droit de poser des questions écrites parfois reconnu aux associés. En sus du droit à être informé, le droit de vote est aujourd'hui assorti du droit de participer aux assemblées, participer signifiant assister. C'est ce qu'a énoncé la Cour de cassation, interprétant à la lettre l'article 1844 du Code civil, et en déduisant que le nu-proprétaire pouvait se voir priver du droit de vote au profit de l'usufruitier, du moment qu'il avait accès aux assemblées<sup>2151</sup>. Quel est le sens d'un tel droit ? Il semble que sa principale utilité serait de permettre à l'associé dépourvu du droit de vote de s'informer de ce qui se fait en assemblée : à défaut de contrôler par l'exercice du droit de vote, il s'informe. Il pourra, le cas échéant, exercer ses autres droits d'intervention en connaissance de cause. Le droit de participation, entendu comme le droit d'assister, ne permet donc pas une intervention dans la vie sociale mais constitue un accessoire des droits d'intervention<sup>2152</sup>. Ces droits d'information, qu'ils soient des droits de s'informer ou des droits à être informé, ne sont ainsi conçus qu'en complément du droit de vote<sup>2153</sup>, ou du

---

<sup>2149</sup> V. par exemple, Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, considérants 1, 3 et 14. V. notamment sur ce point, DRUMMOND (F.), « L'information des actionnaires et des investisseurs », in Colloque Droit et Commerce à Deauville des 2 et 3 avr. 2005, « Entreprise : information et rumeur », *Rev. jur. com.* 2005, Hors-série, p. 15.

<sup>2150</sup> Par ex : art. L. 221-7 C. com. dans les SNC ; art. L. 223-26 C. com. dans les SARL ; art. 1855 C. civ. dans les sociétés civiles. V. égal. P. DIDIER et PH. DIDIER, *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, *ouvr. préc.*, n° 288.

<sup>2151</sup> Cass. com. 4 janv. 1994, *préc.*

<sup>2152</sup> Rappr. du débat sur la distinction entre droit de participation et le droit de vote. V. P. LE CANNU, note sous Cass. com. 4 janv. 1994, *préc.*, au sujet de l'interprétation du terme « participer » de l'article 1844 du C. civ. avant l'arrêt *De Gaste* : « Ainsi pouvait-on penser que le droit de participation était un accessoire du droit de vote, et non une prérogative distincte ». V. égal. J.-J. DAIGRE, note sous Cass. com. 9 fév. 1999, *préc.* : « Comment, en effet, pourrait-on distinguer le droit de participer du droit de vote ? Participer sans voter n'est pas participer ; c'est être passivement présent pour entendre et éventuellement faire entendre. Mais à quoi bon un droit de participer qui ne donnerait pas à l'associé le droit de peser dans les décisions ? ».

<sup>2153</sup> V. D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 56, au sujet de la distinction entre « droits propres » et « droits sociaux » : « Sans doute, la distinction peut ne pas paraître toujours tranchée entre les deux catégories de droits individuels. Le problème de leur distinction provient essentiellement de l'indécision sur la nature du droit de vote, dont en fait, ils constituent tous plus ou moins un complément ; en effet, ils ont pour but de permettre, garantir ou assurer le libre et sérieux exercice du droit de vote, ou alors, et à plus lointaine vue encore, garantir le respect par la majorité de l'intérêt du groupe ». V. égal. M. GERMAIN, « Les droits des minoritaires (droit français des sociétés) », *art. préc.*



moins des prérogatives permettant une intervention dans la vie sociale<sup>2154</sup>. Seuls, ils sont dépourvus d'utilité.

Il convient de faire une place particulière au droit préférentiel de souscrire une augmentation de capital, car il s'explique par des considérations à la fois pécuniaires et politiques<sup>2155</sup>. Il n'est octroyé par la loi que dans les sociétés anonymes pour les augmentations en numéraire et lorsque l'assemblée extraordinaire ne l'a pas supprimé<sup>2156</sup>. Dans les SARL, il est souvent statutairement prévu<sup>2157</sup>. Dans les sociétés de personnes, il n'existe généralement pas. Il n'y est cependant pas nécessaire puisqu'une augmentation de capital et l'agrément d'un nouvel entrant requerront en principe le consentement unanime des associés. Dans sa dimension politique, un tel droit permet à chaque associé qui le désire de monter dans le capital à hauteur de sa participation originelle, et de préserver ainsi un pouvoir de vote (et plus généralement un pouvoir d'intervention) qui risquerait sinon d'être mis en mal dans les sociétés soumises à la loi majoritaire. Il ne se conçoit alors que si l'associé est titulaire par ailleurs des autres droits politiques.

Il n'est ainsi légitime de reconnaître des droits extra-pécuniaires, qu'ils soient des droits d'intervention ou des droits facilitant l'exercice des premiers, qu'à l'associé assumant l'aléa social.

## 2. La soustraction volontaire aux droits et obligations à caractère pécuniaire

**381. – Différentes hypothèses.** Si le propriétaire ne subit plus l'aléa social, cela signifie qu'il s'est économiquement soustrait à ses obligations pécuniaires ou qu'il a renoncé au bénéfice de ses droits pécuniaires. Parfois, c'est à l'aléa social, dans son ensemble, qu'il entend échapper. Le propriétaire pourrait encore renoncer à ses droits pécuniaires sans échapper à ses obligations financières. Un tel cas semble toutefois hypothétique, encore que les rédacteurs du Code civil l'aient envisagé en prohibant les clauses léonines, qui sont non seulement celles qui mettent à la charge d'un associé la totalité des pertes ou qui l'en exonèrent, mais également celles qui attribuent à un associé la totalité du profit ou qui l'en privent totalement<sup>2158</sup>. Enfin, le plus souvent, le propriétaire de droits sociaux se sera soustrait à ses obligations financières. Il continuera de bénéficier d'une chance de gain mais ne supportera plus le risque de perte.

---

<sup>2154</sup> Rappr. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 204 : « La réunion du droit de contrôle et du droit d'information manifeste l'existence du droit d'intervention (...) ». V ; sur cette distinction, P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 252.

<sup>2155</sup> A. COURET, « Le développement du droit préférentiel de souscription de l'actionnaire en droit comparé », *Rev. sociétés* 1979, p. 505. Sur la dimension pécuniaire, V. *infra* n° 381.

<sup>2156</sup> Art. L. 225-132 C. com. ; L. 225-138 C. com.

<sup>2157</sup> V. P. DIDIER et PH. DIDIER, *ouvr. préc.*, n° 233.

<sup>2158</sup> Art. 1844-1 C. civ.

Remarquons que la situation est parfois plus complexe : le propriétaire couvre une partie de son risque et se défait d'une partie de ses gains potentiels.

Dans ces différentes hypothèses, le propriétaire reste tenu, formellement, des obligations pécuniaires et bénéficie des droits financiers qui sont ceux d'un associé<sup>2159</sup>. En apparence, en effet, il a effectué un apport, est venu au droit d'un apporteur ou est indéfiniment tenu des dettes sociales. La couverture est par ailleurs indifférente à la société, du point de vue pécuniaire, contrairement à ce qu'il en est pour l'aspect politique. Les droits pécuniaires (droit aux dividendes<sup>2160</sup>, droit sur les réserves, droit sur le *boni* de liquidation éventuel, droit préférentiel de souscription<sup>2161</sup> – visent à la rétribution de l'engagement de contribuer aux pertes, et notamment l'immobilisation d'un actif qui ne sera restitué qu'à la fin de la vie sociale, plus rarement les services rendus par un associé lorsque l'apport a été effectué en industrie. Or formellement, l'associé contribue aux pertes, la société dispose d'un apport (ou du crédit apporté par un associé indéfiniment tenu des dettes sociales) qu'elle doit rémunérer, peu important le bénéficiaire final de cette rémunération ou celui qui assumerait la perte<sup>2162</sup>. Théoriquement donc, le propriétaire ne supportant pas l'aléa social est tenu des obligations pécuniaires et bénéficie des droits financiers qui sont ceux des associés. Substantiellement pourtant, il n'en est rien. Il les a transférés, pour partie ou pour le tout, à un tiers.

**382. – Conclusion quant à la qualité d'associé.** L'étude du régime attaché à la notion d'associé laisse percevoir que le propriétaire ne supportant pas l'aléa a peu de choses en commun avec un associé. D'un point de vue politique, nier le droit de vote à celui qui ne subit pas l'aléa social implique de lui refuser également les autres droits politiques qui sont ceux de l'associé. Quant aux obligations et droits pécuniaires inhérents à la qualité d'associé, le propriétaire n'assumant pas l'aléa les supporte en apparence mais s'en est lui-même soustrait économiquement. Cette apparence en matière pécuniaire justifierait-elle à elle seule la qualification d'associé du propriétaire n'assumant pas l'aléa ? Ferait-il sens de qualifier ainsi celui qui substantiellement n'a rien de commun avec un associé ?

## B- Examen de la notion d'associé

---

<sup>2159</sup> V. *supra* n° 114.

<sup>2160</sup> Sur la notion de dividende et l'emploi de ce terme dans les sociétés autres que les sociétés par actions, V. D. VELARDOCCIO, « Dividendes », *Rép. Dalloz sociétés*, août 1996, mise à jour mars 2012, n° 1. V. *supra* n° 123.

<sup>2161</sup> Sur la double dimension du droit préférentiel de souscription, pécuniaire et politique : V. *supra* n° 380.

<sup>2162</sup> V. *infra* n° 415.

**383. – Critères classiques.** Catégoriser suppose de « [dégager] les arêtes vives des réalités sociales, de façon à leur donner des contours définis, qui les fixent et en fassent des cadres fermes pour la vie »<sup>2163</sup>. « L'établissement des catégories juridiques doit partir des objets mêmes qu'il faut regrouper, d'après leurs caractères communs. (...) Autrement dit, la détermination des critères des catégories juridiques consiste à isoler les traits communs à toutes les espèces qu'elles regroupent et les caractères par lesquels toutes les espèces des catégories considérées se distinguent des autres »<sup>2164</sup>. Si l'on examine la notion classique d'associé, deux éléments, l'un formel, l'autre substantiel, en constituent le liant.

Formellement, l'associé est l'apporteur ou celui qui vient aux droits soit d'un apporteur, soit de celui qui vient aux droits d'un apporteur et ainsi de suite. La propriété de parts sociales ou d'actions témoigne de cette qualité.

Substantiellement, les associés sont ceux, qui en tant que parties au contrat de société, sont liés par un intérêt commun. Leur nom l'indique : ils se sont « associés ». Le contrat de société est en effet « un jeu de coopération où les deux parties peuvent gagner ou perdre conjointement ». Cela suppose que « leurs intérêts [soient] structurellement convergents »<sup>2165</sup>. Tous visent un enrichissement individuel passant par l'enrichissement collectif. Et cette convergence d'intérêts est assurée par l'aléa social que tous supportent.

Classiquement, ces deux éléments, formel et substantiel, sont confondus. Les mécanismes de dissociation entre aléa et vote ont pour effet de les disjoindre. Faut-il alors se fier à une conception formelle de la notion d'associé ou à une conception substantielle ? Faut-il accepter de qualifier d'associé le propriétaire de parts sociales ou d'actions ne supportant pas l'aléa social ?

Une fois le régime applicable aux propriétaires n'assumant pas l'aléa social déterminé, il pourrait sembler que leur qualification d'associés est une question d'ordre strictement terminologique. Puisque le régime applicable à chacun *de lege ferenda* est d'ores et déjà fixé, que l'on accepte ou non de les qualifier d'associés serait purement conventionnel. Mais même

---

<sup>2163</sup> F. GENY, *Science et technique en droit privé positif*, t. 3, Sirey, 1921, n° 196. V. égal. sur les catégories réelles, n° 213 : « (...) Pour qu'un phénomène sorte du chaos de la vie sociale et obtienne les sanctions précises du droit, il faut avant tout, qu'il soit caractérisé par des traits, qui le mettent à part et l'érigent en institution juridique. Quand ces traits ne consistent pas dans une simple enveloppe formelle, – voire même, en un certain stade de développement juridique, pour savoir si un élément extrinsèque de forme ne les doit pas revêtir, – ils ne peuvent être empruntés qu'aux arêtes les plus saillantes du phénomène, représentant ses éléments substantiels, dont on formera les cadres de la catégorie destinée à enfermer les circonstances concrètes, qui méritent le même règlement juridique ».

<sup>2164</sup> J.-L. BERGEL, *Méthodologie juridique*, Puf, 2001, p. 113. V. égal. J.-L. BERGEL, « Différence de nature (égale) différence de régime », *art. préc.*, spéc. n° 9.

<sup>2165</sup> P. DIDIER, « Brèves notes sur le contrat-organisation », in *L'avenir du droit, Mélanges F. Terré*, Ed. Dalloz, Puf, J.-Cl., 1999, p. 635. V. égal. P. DIDIER, « Le consentement sans l'échange : contrat de société », *Rev. jur. com.*, n° spécial « L'échange des consentements », nov. 1995, p. 75.

terminologique, la question continue de revêtir un intérêt intellectuel. Elle conserve en outre un intérêt pratique.

**384. – Aspects théoriques.** En premier lieu, mais l'argument n'est pas dirimant, si un terme adopte souvent dans la langue juridique un sens distinct de son acception profane, il est bon qu'il conserve un rapport de sens avec celle-ci<sup>2166</sup>. Or dans le langage courant, un associé est une « *personne liée à d'autres par des intérêts communs ou par la poursuite de buts communs* »<sup>2167</sup>. Dans les sociétés, l'intérêt commun réside dans l'enrichissement individuel découlant d'un enrichissement collectif. Que les associés supportent l'aléa social garantit la convergence de leurs intérêts. À défaut, il est douteux qu'ils puissent encore être considérés comme « associés » au sens premier du terme.

En deuxième lieu, les catégories juridiques se caractérisent par leur homogénéité. Catégoriser suppose de dégager les traits communs des situations que l'on entend soumettre à un même régime. Il n'y aurait ainsi pas de sens à englober au sein d'une même notion deux réalités distinctes. Or qu'ont de commun le propriétaire assumant l'aléa social et celui qui ne le supporte pas ? La propriété seulement. Mais nous l'avons vu, la propriété est devenue une notion polymorphe qui englobe des réalités économiques diverses, sans unité<sup>2168</sup>. Et si la catégorie classique des associés s'est construite sur ce critère formel, c'est qu'il a correspondu autrefois à une réalité relativement uniforme. Il faut accepter qu'il ait perdu aujourd'hui son caractère fonctionnel. Il est vrai que l'abandon du critère formel remettrait en cause les conceptions actuelles du droit des sociétés. Mais peut-on refuser de les adapter aux évolutions sociales et aux modifications des autres domaines du droit ? Il ne ferait pas sens de tenir les catégories juridiques pour « *prédéterminées par essence, immuables dans leur fonds, régies par des dogmes inflexibles, insusceptibles par conséquence de s'assouplir aux exigences changeantes et variées de la vie* »<sup>2169</sup>. Dans la théorie classique, les associés sont les parties au contrat de société. On a supposé que la propriété de parts sociales ou d'actions caractérisait l'adhésion au contrat de société et à son objet tel que défini à l'article 1832 du Code civil, et donc « l'association ». Mais c'est oublier que la société suppose « la convergence

---

<sup>2166</sup> Rappr. J. BECQUART, *Les mots à sens multiples en Droit civil français, Contribution au perfectionnement du vocabulaire juridique*, th. Lille, Puf, 1928, spéc. n° 156. *Adde* pour une typologie des rapports de sens, V. G. CORNU, *Linguistique juridique*, Montchrestien, 3<sup>ème</sup> éd., 2005, n° 18 et s.

<sup>2167</sup> *Dictionnaire de l'Académie française*, t. 1, 9<sup>ème</sup> éd., Imprimerie nationale – Fayard, 2005, V° Associé.

<sup>2168</sup> Rappr. J. CARBONNIER, *Flexible droit – Pour une sociologie du droit sans rigueur*, 10<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2001, p. 361 : « *Sociologiquement, la propriété n'existe pas ; il n'existe que des propriétés diverses, autant que de catégories de choses et de personnes, toutes les variables y compris la quantitative, devant être combinées. La remarque n'a pas seulement une portée scientifique, mais politique : à traiter la propriété comme un bloc – celle des fabriques de souliers et celle de mes souliers – on rend toute conclusion législative impossible. Les uns savent tendre le piège ; les autres ne savent point s'en garder.* »

<sup>2169</sup> F. GENY, *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif : essai critique*, Préf. R. Saleilles, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1954, n° 61.

structurelle »<sup>2170</sup> des intérêts des parties selon l'article 1833. Sans celle-ci, il ne peut y avoir de parties au contrat de société. Or la propriété des actions ou parts sociales ne suffit plus à présumer cette communauté d'intérêts. Si les intérêts des propriétaires sont structurellement divergents ou inexistant, ils ne peuvent plus être qualifiés de parties au contrat de sociétés. L'évolution sociale et les modifications du droit ont ainsi rendu la conception classique porteuse d'une incohérence. Exclure les propriétaires ne supportant pas l'aléa social de la catégorie d'associé permettrait de rendre son unité à la notion. À cet égard, il est intéressant d'évoquer le débat sur la catégorisation des associés dans les sociétés anonymes. Lorsque l'on s'interrogeait sur la spécificité des actionnaires des sociétés cotées qui n'exerçaient pas leurs droits politiques, on insistait sur la dualité des mobiles qui les animaient<sup>2171</sup>. Mais si les moyens mis en œuvre divergeaient, la finalité de la détention d'actions demeurerait identique : l'enrichissement individuel par l'enrichissement collectif<sup>2172</sup>. Les « bailleurs de fonds » ne correspondaient certes pas à l'image traditionnelle des associés des sociétés de personnes – entrepreneurs qui s'associaient afin de mener à bien leur affaire –, mais la notion d'associé conservait son unité en ce que tous poursuivaient un objectif commun<sup>2173</sup>. On objectera que cet « objectif commun » n'est pas nécessairement le but principal des associés : leurs intentions, leurs « orientations » varient<sup>2174</sup>. Peu importe tant que leur réalisation suppose l'accomplissement de cet objectif commun. Au contraire, lorsque le propriétaire ne subit pas l'aléa social, son enrichissement personnel ne passe plus par l'enrichissement collectif ; son intérêt n'est en rien aligné sur celui des associés. Ainsi, le refus de la qualité d'associé au propriétaire ne supportant pas l'aléa social, s'il remettrait certes en question certaines solutions actuelles, permettrait de conserver l'unité et la cohérence de cette notion.

**385. – Aspect pratique.** La question de la qualification d'associé des propriétaires ne supportant pas l'aléa social possède enfin un aspect pratique indéniable. En effet, nous avons

---

<sup>2170</sup> V. P. DIDIER, « Brèves notes sur le contrat-organisation », *art. préc.* V. égal. F. CHENEDE, *Les commutations en droit privé – Contribution à la théorie générale des obligations*, préf. A. Ghozi, Economica, 2008, n° 53 et s. ; J.-F. HAMELIN, *Le contrat-alliance*, th. Paris 2, 2010, n° 146 et s. ; S. LEQUETTE, *Le contrat coopération – Contribution à la théorie générale du contrat*, Préf. Cl. Brenner, Economica, 2012.

<sup>2171</sup> CL. CHAMPAUD, *ouvr. préc.* ; G. RIPERT, *ouvr. préc.* V. *supra* n° 369 et s.

<sup>2172</sup> D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, n° 8. V. égal. P. CORDONNIER, *ouvr. préc.*, spéc. n° 5 : « Enfin et c'est là son trait le plus caractéristique, la société, à l'encontre des contrats intéressés ordinaires a pour fondement essentiel la communauté d'intérêts des parties au contrat. (...) Point de heurts d'intérêts contraires ou divergents, mais une union de capacités et de capitaux en vue d'un gain à réaliser que tous les contractants souhaitent au même. (...) Mais le but direct que visent tous les associés indistinctement est l'obtention de bénéfices qu'ils partageront. Leurs intérêts se confondent donc bien puisque les uns et les autres perdront ou gagneront simultanément ».

<sup>2173</sup> A cet égard, on remarquera que les auteurs ayant souligné la particularité des actionnaires délaissant leurs droits politiques ne leur ont jamais dénié la qualité d'associé. Seul Monsieur le professeur F.-X. Lucas l'a fait (F.X. LUCAS, *ouvr. préc.*). Plus que les petits porteurs, celui-ci semblait néanmoins viser les professionnels ne supportant pas le risque : porteur, capital-risqueurs...

<sup>2174</sup> B. DONDERO, « L'actionnariat orienté, ou la prise en compte des mobiles de l'actionnaire », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, sous la direction d'E. Le Dolley, LGDJ, 2010, p. 263.

montré que ces propriétaires ne devraient pas se voir conférer de droits politiques. Mais ne pourrait-on être tenté de les reconnaître à celui à qui l'aléa a été transféré<sup>2175</sup> ? A titre d'exemple, le donneur d'ordre qui assumerait l'aléa social dans une convention de portage ne devrait-il pas se voir autorisé à voter ? Le raisonnement vaut pour toute cession temporaire. Il peut encore être transposé, en matière d'actionariat international, à la situation de l'investisseur final lorsque celui-ci n'est pas propriétaire<sup>2176</sup>. Pour cela, et à moins de découpler qualité d'associé et attribution du droit de vote, ce qui n'aurait pas d'intérêt particulier, il faut admettre que le critère de la propriété n'est non seulement pas un critère suffisant à la qualité d'associé mais n'en est pas même un critère nécessaire.

En réalité, cette redistribution des droits politiques existe déjà en pratique et paraît largement admise. À cet égard, il est intéressant de revenir un instant à la problématique des conventions de vote. Les études consacrées à leur validité et aux sanctions de leur inexécution s'attachent généralement aux conventions conclues entre associés, celles qui « *confortant le pouvoir majoritaire et pacifiant les assemblées, (...) permettent d'inscrire dans le temps la définition des orientations de la gestion de la société et ainsi de parvenir à des délibérations plus conformes à l'intérêt social* »<sup>2177</sup>. Aux conventions entre associés, s'ajoutent parfois celles concernant des opérations de cessions de droits sociaux ou d'investissement, conclues entre le cédant et le cessionnaire et visant à organiser l'entrée de l'investisseur. Au-delà de cette hypothèse particulière, le sort des conventions de vote conclues avec des tiers est le plus souvent occulté. Pourtant, à l'occasion d'études plus particulières, elles paraissent tout à fait admises par la doctrine, si ce n'est par le législateur, et d'une pratique courante. Et ce, à juste titre, puisque l'intérêt social commande évidemment l'abstention du propriétaire ne supportant pas l'aléa social au profit de celui qui entend véritablement participer au jeu sociétaire<sup>2178</sup>. Il est alors généralement suggéré que la difficulté relative à la condition d'absence d'atteinte à la liberté de vote, posée par la jurisprudence quant à la validité des conventions de vote, peut être aisément contournée en optant pour une simple « consultation » de l'intéressé ou une « concertation ». On perçoit cependant ce que cette exigence a de formel dans ces hypothèses et ce qu'appliquer les solutions traditionnelles sur la validité des conventions de vote revêt alors d'artificiel. Cette condition visant à préserver la liberté de vote de l'associé perd toute raison d'être lorsque cet associé détient pour un autre. La convention constitue un expédient destiné à pallier les défaillances des principes d'attribution. C'est ainsi que la validité d'une convention de vote en matière de portage<sup>2179</sup> par exemple ou de garantie

---

<sup>2175</sup> V. égal. *supra* n° 493.

<sup>2176</sup> V. *supra* n° 162 et s.

<sup>2177</sup> F.-X. LUCAS, « L'exécution forcée des conventions de vote », *art. préc.*

<sup>2178</sup> Sur les conditions de validité des conventions de vote, V. *supra* n° 48 et s.

<sup>2179</sup> Par ex. F.-X. LUCAS, *ouvr. préc.*, n° 256 et s. ; D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », *art. préc.*, spéc. p. 49 ; F. NAFTALSKI, F.-D. POITRINAL et J.-C. PAROT, « Les conventions de

financière<sup>2180</sup> est aisément admise en doctrine. Le législateur a d'ailleurs pris acte de cette pratique : l'article L. 215-126 du Code de commerce, qui soumet à une obligation d'information pré-assemblée les cessionnaires temporaires<sup>2181</sup>, indique que leur déclaration « doit comporter, outre le nombre d'actions acquises au titre de l'une des opérations susmentionnées, l'identité du cédant, la date et l'échéance du contrat relatif à l'opération et, s'il y a lieu, la convention de vote ». Cette disposition n'influe évidemment en rien sur la validité de ces conventions. Mais elle contribue à leur normalisation. Cette même technique est employée en matière de détention internationale de titres. Le contrat d'émission de *depository receipts* comporte ainsi systématiquement une clause relative à l'exercice des droits politiques<sup>2182</sup>. Il est généralement prévu un transfert de la documentation reçue par le *depository*, une information sur les convocations en assemblée et une consultation des porteurs sur le sens du vote. Parfois, les termes employés sont flous et laissent, sur le papier du moins, une grande liberté au *depository* dans l'exercice des droits de vote<sup>2183</sup>. Mais d'autres fois, certaines clauses réduisent à néant la liberté du *depository*, en l'obligeant à suivre les instructions données par le porteur et en déterminant le sens du vote en l'absence d'instruction<sup>2184</sup>. On ne peut plus dans de telles hypothèses passer par le détour de la jurisprudence sur les conventions de vote pour affirmer la validité de l'arrangement. Et pourtant, celui-ci ne surprend pas, tant le vote du porteur paraît plus légitime que celui du *depository*. Il est intéressant de remarquer que cette voie a encore été proposée lorsqu'il s'est agi d'harmoniser la détention internationale de titres. Certains projets européens prônaient de définir l'associé comme le dernier inscrit en compte qui ne soit pas considéré comme intermédiaire dans les systèmes de détention de titres européens, et de lui attribuer en conséquence le droit de vote<sup>2185</sup>. Conscient toutefois du caractère inapproprié d'une telle solution lorsque cet actionnaire est un intermédiaire étranger, on proposait de lui permettre de conférer le droit de vote à son client. De tels projets n'ont pour l'instant pas abouti. Il ont toutefois la vertu de montrer combien les conventions de vote sont aujourd'hui utilisées, et admises, lorsqu'il s'agit de rendre le droit de vote à celui qui assume effectivement l'aléa social et qui seul devrait être doté des droits politiques, alors même qu'il n'est pas propriétaire de parts ou d'actions. Jouant sur l'exercice du droit de vote, elles constituent un palliatif des imperfections des règles d'attribution du droit de vote.

---

portage », *art. préc.*, spéc. n° 50 et s. ; A. COURET, « Les conventions de portage », in *Éléments d'ingénierie sociétaire*, Colloque de l'Institut de droit des affaires d'Aix-en-Provence du 28 janvier 1994, PUAM, 1994, p. 81, spéc. p. 97.

<sup>2180</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 156.

<sup>2181</sup> V. *supra* n° 260.

<sup>2182</sup> Sur les certificats représentatifs, V. *supra* n° 164.

<sup>2183</sup> V. par ex. Bank of New York Mellon pour l'émission d'ADR non sponsorisés portant sur les titres de la société française Accor SA, 14 oct. 2008, Form F-6, disponible sur <http://www.sec.gov/>, préc. V. *supra* n° 165.

<sup>2184</sup> V. par ex. le contrat d'émission d'ADR portant sur les titres Carrefour SA, signés entre Carrefour SA, Deutsche Bank Trust Company Americas et les porteurs, 20 mai 2011, Form F-6, disponible sur <http://www.sec.gov/>, préc. *supra* n° 165.

<sup>2185</sup> Pour une présentation plus détaillée, V. *infra* n° 508 et s.

Il serait ainsi intéressant que les critères de la notion d'associé permettent non seulement de refuser cette qualité aux propriétaires n'assumant pas l'aléa social, mais encore de la reconnaître à ceux qui le supportent alors même qu'ils ne seraient pas propriétaires de parts ou d'actions.

**386. – Éléments de comparaison.** Ces réflexions, théoriques et pratiques, engagent à privilégier le critère substantiel par rapport au critère formel. Et dépasser les apparences juridiques afin de prendre en compte la réalité concrète d'une situation n'est pas une chose inconnue du droit.

C'est une démarche que l'on retrouve fréquemment en droit comptable et en droit fiscal. À titre d'exemple et relativement au thème qui nous préoccupe précisément, les transferts temporaires de droits sociaux sont généralement neutres, fiscalement et comptablement. Malgré le transfert de propriété, la situation est traitée comme si le cédant était resté associé et que le cessionnaire ne l'était jamais devenu<sup>2186</sup>. Des illustrations variées en ont déjà été données. Les dispositions du Code monétaire et financier sur le prêt de titres ont par exemple été édictées afin de garantir que ces opérations soient fiscalement neutres<sup>2187</sup>. La même neutralité fiscale caractérise la fiducie<sup>2188</sup> et la plupart des opérations de pension<sup>2189</sup>. Le cas du réméré par les établissements de crédit est également topique<sup>2190</sup>. En cas de vrai réméré, la cession doit être inscrite dans les comptes comme s'il s'agissait d'une cession simple. La réglementation bancaire distingue néanmoins le « faux » réméré, dans lequel il existe une forte probabilité de reprise des actifs cédés. Alors, la cession est neutre, la rémunération due devant toutefois être comptabilisée. Il est précisé : « Une forte probabilité d'exercice de la faculté de reprise ou de rachat est présumée lorsqu'il existe, pour des opérations similaires, une pratique habituelle de reprise ou de rachat des éléments d'actif par les établissements assujettis ». Dans une démarche téléologique, les droits fiscal et comptable n'hésitent ainsi pas à dépasser l'apparence de la propriété, pour appréhender directement la réalité économique.

---

<sup>2186</sup> V. sur cette question, M. PONCELET, *L'identification de l'associé par le droit fiscal*, th. Paris 2, 2009, n° 158 et s. V. égal. G. BLANLUET, *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français*, préf. P. Catala et M. Cozian, LGDJ, 1999, n° 273 et s.

<sup>2187</sup> V. *supra* n° 175.

<sup>2188</sup> V. *supra* n° 202.

<sup>2189</sup> V. *supra* n° 194.

<sup>2190</sup> Art 4, règlement n° 89-07 du 26 juillet 1989 relatif à la comptabilisation des opérations de cession d'éléments d'actif ou de titrisation modifié par les règlements n° 94-05 du 8 décembre 1994 du Comité de la réglementation bancaire et n° 99-07 du 24 novembre 1999 du Comité de la réglementation comptable. Instruction n° 94-06 du 14 mars 1994 de la Commission bancaire modifiée par l'instruction n° 95-01 du 30 janvier 1995 et par l'instruction n° 2009-02 du 19 juin 2009 relative à la comptabilisation des opérations de cession d'éléments d'actif ou de titrisation.



C'est également cette démarche que l'on retrouve au fondement du dédoublement de la propriété dans les droits de *Common law*, en propriété équitable et propriété légale. L'histoire du trust le montre<sup>2191</sup>. Lorsque des biens étaient transférés à un tiers pour qu'il les gère dans l'intérêt d'un bénéficiaire, seul ce tiers était propriétaire selon la *Common law*. Cela laissait le bénéficiaire sans recours en cas de faillite du cessionnaire ou de mauvaise gestion. Les juges ont alors tenu le bénéficiaire pour propriétaire en *equity*. Aujourd'hui, *legal owner*, le *trustee* est réputé propriétaire aux yeux des tiers. *Equitable owner*, le *beneficiary* a les moyens de protéger sa propriété dans ses relations avec le *trustee* ainsi que dans ses relations avec les tiers en cas de saisie des biens du *trustee* ou de procédure collective.

Il était ainsi un certain nombre de cas où la référence à la notion juridique de propriété ne suffisait plus à faire produire des effets adaptés à des situations de fait et où elle a été délaissée au profit d'une notion plus fonctionnelle. Le droit des sociétés pourrait suivre cette voie, en érigeant opportunément l'aléa social en critère de la notion d'associé. La propriété ne serait plus une condition suffisante ni nécessaire à cette qualification. Et seuls les associés bénéficieraient de droits politiques au sein de la société.

\* \* \*

\*

**387. – Conclusion du chapitre 1.** Traditionnellement, le droit de vote est attribué à l'associé, considéré comme le propriétaire de droits sociaux et supposé assumer l'aléa social. S'il n'est plus garanti que l'associé supporte l'aléa social, c'est que la notion de propriété ne peut constituer le principe de l'attribution du droit de vote. En effet, seule la notion de propriété, dotée de l'absolutisme que les rédacteurs du Code civil lui ont reconnu, garantirait que l'associé subisse l'aléa social. Mais la propriété est une notion au contenu variable et la concordance entre propriété et aléa n'est pas systématiquement assurée. Nous l'avons vu, les hypothèses de propriété-garantie, propriété-gestion ou encore de propriété temporaire pour compte propre sont exclusives de tout aléa social. En outre, alors même que le propriétaire de droits sociaux, en cette qualité, supporterait cet aléa, il pourrait encore couvrir son risque, en le transférant pour tout ou partie à autrui. La propriété ne peut donc être le principe de l'attribution du droit de vote.

---

<sup>2191</sup> V. sur cette question : F. BARRIERE, *ouvr. préc.*, spéc. n° 132 ; CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 5 et s. ; R. A. CUNNINGHAM, W. B. STOEBUCK et D. A. WHITMAN, *The law of property*, 2<sup>ème</sup> ed., West publishing Co, 1993, p. 12 et s. (droit américain) ; M.-F. PAPANDREOU-DETERVILLE, *ouvr. préc.*, n° 393 et s. en ce qui concerne le trust, n° 184 et s. sur l'évolution des superpositions de propriétés en matière immobilière et spéc. n° 239.

Reste-t-elle un critère adapté à la qualification d'associé ? Il semble qu'il n'y aurait pas de sens à abandonner le critère substantiel de l'aléa social pour ne se fier qu'au critère formel de la propriété, ni qu'il serait pertinent de scinder cette catégorie juridique en deux pour distinguer en son sein ceux qui supportent l'aléa social et ceux qui ne l'assument pas, et n'attribuer le droit de vote qu'aux premiers. L'aléa social nous semble ainsi devoir rester au cœur de la notion d'associé.

L'abandon du principe de propriété ouvre la voie à l'adoption d'un principe fondant l'attribution du droit de vote sur l'aléa social.

## **Chapitre 2 : L'adoption du principe de l'aléa social**

**388.** – La propriété de droits sociaux ne peut fonder à elle seule l'attribution du droit de vote et elle ne constitue pas non plus un critère adapté de la notion d'associé. Si la correspondance entre aléa social, attribution du droit de vote et qualité d'associé innerve notre droit des sociétés, le Code civil et le Code de commerce octroient pourtant sans condition la qualité d'associé et le droit de vote aux propriétaires de droits sociaux, encore que ce principe ne soit lui-même qu'indirectement consacré. Comment assurer alors, en pratique, que seul celui qui supporte l'aléa social se voie attribuer le droit de vote ? Une solution pertinente paraît résider dans la consécration d'un principe général liant aléa et notion d'associé et il convient de se pencher sur la forme que pourrait emprunter un tel principe. Sa mise en œuvre permettrait de résoudre les difficultés qu'avait soulevées l'absence de définition expresse de la notion d'associé et de principe clair d'attribution du droit de vote dans le Code civil et le Code de commerce. Elle nécessiterait néanmoins quelques adaptations de certains dispositifs actuels du droit des sociétés.

Après avoir envisagé la forme que pourrait prendre la consécration d'un principe général liant aléa social et droit de vote (section 1), nous nous pencherons sur les modalités de sa mise en œuvre (section 2).

### **Section 1 – Consécration de l'aléa social comme principe d'attribution du droit de vote**

**389.** – Comment assurer que seul celui qui assume l'aléa social se voie conférer le droit de vote ? Des mesures d'ordre correctif pourraient être envisagées. Il s'agirait d'assurer que celui qui ne supporte pas un aléa suffisamment significatif n'exerce pas le droit de vote ou, du moins, d'imposer la transparence de ces situations, afin d'en permettre un contrôle et d'éviter les abus les plus flagrants. Ces solutions ne sont toutefois que des pis-aller. Une solution efficace doit, au contraire, permettre de fonder directement l'attribution du droit de vote sur l'aléa social. La

consécration d'un principe général liant l'aléa social et la qualité d'associé permettrait justement d'obtenir un tel résultat.

Après avoir exposé, et écarté, les solutions correctives (I), nous présenterons la solution retenue, liant qualité d'associé et aléa social (II).

## **I- Les solutions écartées**

**390.** – Dans les sociétés anonymes cotées, les réflexions de certains auteurs et autorités réglementaires ont abouti à la proposition de solutions correctives, dont certaines ont parfois été adoptées. Certains insistent sur la nécessité de transparence des pratiques de dissociation. Il s'agit pourtant là d'une réponse inadéquate, puisqu'elle n'interdit pas ces pratiques et, même, les autorise sous condition de transparence. La réponse adaptée réside dans la privation du droit de vote. Il existe déjà plusieurs propositions en ce sens. Elles sont toutefois peu convaincantes en ce qu'aucune ne remet en cause l'attribution du droit de vote au propriétaire ni sa qualité d'associé : elles demeurent des solutions correctives.

De simples mesures de transparence seraient ainsi inadaptées (A) et les mesures consistant en une privation du droit de vote jusqu'alors proposées demeurent insuffisantes (B).

### **A- Inadaptation des mesures de transparence**

**391. – Premières mesures proposées.** Les pratiques de dissociation entre aléa et droit de vote ont été découvertes dans les sociétés cotées. Plusieurs raisons l'expliquent. Les marchés sur lesquels sont échangées leurs actions sont d'abord plus transparents et mieux contrôlés : ces pratiques sont donc plus aisément décelables. Lorsqu'elles s'exercent dans des sociétés cotées, en outre, il existe un risque de déstabilisation des marchés qui a incité les autorités de régulation à intervenir. Surtout, c'est dans ces sociétés que les pratiques de dissociation les plus problématiques se développent. La liquidité des marchés d'actions et d'instruments dérivés permet, en effet, le montage très aisé d'opérations d'acquisition de droits de vote sans risque et à bas coût. Si ces stratégies sont envisageables dans d'autres types de société, elles sont de mise en œuvre plus délicate. À cela s'ajoute l'attrait financier des sociétés de grosse taille, qui revêtent le plus souvent la forme de société cotée.

Les solutions proposées ont alors naturellement consisté en des mesures de transparence, afin de préserver la confiance des investisseurs et de faciliter le contrôle de ces pratiques, souvent sans remise en cause de leur légitimité en droit des sociétés. À titre d'exemple, la proposition

principale des premiers auteurs à s'être penchés sur ces pratiques aux États-Unis, résidait dans l'instauration d'une obligation d'information nouvelle à la charge des votants ne subissant pas l'aléa social, lorsque leurs droits de vote excédaient leur « propriété économique » d'un certain pourcentage<sup>2192</sup>. Elle aurait notamment le mérite de décourager les opérateurs de mener ce type de stratégies, qui porteraient atteinte à leur réputation si elles étaient rendues publiques. Mais l'argument ne convainc guère. Les vertus de la transparence, si elles ne peuvent être niées, doivent être relativisées<sup>2193</sup>. Il est, en effet, certains acteurs peu soucieux de leur réputation, notamment certains fonds alternatifs<sup>2194</sup>. On peut, en outre, se demander si la capacité d'innovation et l'agressivité des acteurs financiers n'importent pas plus aux yeux du public et de leurs partenaires qu'un comportement socialement responsable. Certains dirigeants de grandes sociétés cotées n'ont pas hésité à adopter des stratégies légalement contestables, sans que ce « risque de réputation » se soit révélé dissuasif<sup>2195</sup>. Les auteurs notent cependant que cette réponse ne constitue qu'une première étape dans l'encadrement du vote vide<sup>2196</sup>. Le traitement des informations recueillies permettrait de mieux évaluer le besoin de réglementation.

La proposition demeure plus ambitieuse que la plupart de celles formulées par la suite. Le vote vide n'a, en effet, souvent été abordé que par le biais de la pratique inverse qui a été nommée « *hidden ownership* », parfois traduit par « *vote fantôme* »<sup>2197</sup>. À plus forte raison, alors, les propositions se sont cantonnées à un renforcement de la transparence. Le but était d'éviter les prises de contrôle rampantes, peu important par qui le droit de vote était exercé pendant l'opération, avant l'acquisition des titres par l'investisseur montant dans le capital. L'autorité de régulation britannique s'interrogeant sur l'usage fait des *Contracts for differences* expose ainsi qu'elle

---

<sup>2192</sup> H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *art. préc.*, p. 885.

<sup>2193</sup> V. sur cette question notamment, A. PIETRANCOSTA et J.-B. POULLE, « Le principe "appliquer ou expliquer" », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, sous la direction d'E. Le Dolley, LGDJ, 2010, p. 377, spéc. n° 21 et s. ; RTDF 2009, n° 4, p. 19 ; J.-B. POULLE, « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », RTDF 2009, n° 2, p. 73 ; J.-B. POULLE, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe "se conformer ou expliquer" en droit boursier*, L'Harmattan, 2011.

<sup>2194</sup> En ce sens, J. COHEN, « Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », *Harvard Journal on Legislation* 2008, vol. 45, p. 237, spéc. p. 252 : « *Their disclosure regime only prevents empty voting to the extent that hedge funds and other investors are uncomfortable with their tactics being aired in public. But hedge funds often lack the "reputational risk" concerns that banks and other corporations have* ». (Trad. libre : « *Les obligations de transparence n'empêchent le vote vide que si les fonds spéculatifs et autres investisseurs redoutent que leurs tactiques ne soient ébruitées. Mais souvent, les fonds spéculatifs, contrairement aux banques et à d'autres sociétés, ne se soucient pas du "risque de réputation"* ».)

<sup>2195</sup> V. par exemple l'affaire LVMH / Hermès (Décision AMF n° 210C1109, 27 oct. 2010) concernant non le vote vide mais une prise de contrôle rampante largement condamnée, V. par exemple : « LVMH-Hermès : les règles de transparence de l'AMF contournées », *Le Monde* 25 oct. 2010 ; D. CHAPUIS et D. COSNARD, « LVMH détient 17 % du capital d'Hermès », *Les Echos* 24 oct. 2010 ; « Hermès/LVMH : la presse anglo-saxonne demande un changement de règles », *Le Monde* 25 oct. 2010 ; « LVMH Loophole Should Be Closed », *Wall Street Journal* 28 oct. 2010 ; B. DE ROUHLAC, « Deminor demande des précisions à LVMH sur sa montée au capital d'Hermès », *L'Agefi* 9 déc. 2010.

<sup>2196</sup> H. HU et B. BLACK, *art. préc.*, p. 886.

<sup>2197</sup> V. *supra* n° 312.

ne s'oppose pas à l'usage de ces instruments financiers pour influencer sur la marche sociale, du moment que la pratique est transparente<sup>2198</sup>. Elle en reconnaît donc indirectement la légitimité.

**392. – Expériences étrangères.** C'est logiquement en ce sens que sont allés les premiers efforts de réglementation. Souvent, les pratiques de dissociation ne sont prises en compte qu'indirectement, à travers la réglementation du « vote fantôme » et des obligations de déclaration de franchissement de seuils. Parfois encore, la situation du propriétaire donne lieu à déclaration car elle entre dans le champ d'une obligation d'information générale. D'autres pays ont mis en place un encadrement spécifique du vote vide, en imposant une déclaration des positions courtes qu'un actionnaire détiendrait dans une société.

Les autorités de Hong-Kong, par exemple, ont réagi dès 2003 en instaurant un régime de déclaration contraignant<sup>2199</sup>. Un premier pan de la réglementation s'attache à définir des obligations de déclaration de franchissement de seuils. Il est fait obligation aux actionnaires détenant plus de cinq pour cent « d'intérêts », en droits de vote, de procéder à une notification<sup>2200</sup>. Elle doit être renouvelée notamment pour chaque seuil de 1 % franchi. L'obligation existe pour tout franchissement, à la hausse comme à la baisse. Le terme « intérêt » est à entendre comme la somme des droits de vote dont l'actionnaire est titulaire, a le droit d'exercer ou est en droit d'acquérir, peu important que ce droit soit conditionnel<sup>2201</sup>. Un second pan de la réglementation, miroir du premier, s'attache aux positions courtes. La personne soumise à une obligation de déclaration de franchissement de seuils doit notifier ses « positions courtes », lorsque celles-ci, rapportées au nombre d'actions de la société auxquelles est attaché un droit de vote, excèdent 1 %. La notification doit être renouvelée pour chaque seuil de 1 % franchi<sup>2202</sup>. Elle doit intervenir pour tout franchissement, à la hausse comme à la baisse. Le terme de « position courte » englobe les situations où l'actionnaire a le droit ou l'obligation de céder ses titres, perçoit une somme d'argent ou évite une perte lorsque le cours de l'action baisse, ou emprunte des actions<sup>2203</sup>. Il s'entend en outre des positions courtes brutes : les intérêts positifs ne viennent pas en diminution. Une obligation renforcée pèse sur les dirigeants de la société, de fait comme de

---

<sup>2198</sup> V. FSA, *Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and draft Handbook text*, nov. 2007, préc. : « *We are not against the use of CjDs to influence corporate actions and governance matters provided it is on the basis of disclosure (as would be the case for shares held directly)* ». Trad. libre : « *Nous ne sommes pas contre l'utilisation de CjD pour influencer les opérations sur titres et les questions de gouvernance, du moment que cela se fait de manière transparente (comme ce serait le cas si des actions étaient détenues directement)* ».

<sup>2199</sup> Pour une présentation détaillée, voir : Hong-Kong Securities and Futures Commission, *Outline Of Part XV of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) – Disclosure Of Interests*, 6 août 2003. Disponible sur : <http://www.sfc.hk>.

<sup>2200</sup> Securities and Futures Ordinance, sections 310 et 315.

<sup>2201</sup> Section 322.

<sup>2202</sup> Sections 310 et 315.

<sup>2203</sup> Section 308.

droit<sup>2204</sup>. Ceux-ci doivent déclarer leur position courte, quelle que soit son importance, et indépendamment d'un éventuel franchissement de seuil. La déclaration concerne les positions courtes portant sur des actions dotées du droit de vote mais également sur celles qui en sont dépourvues. Le défaut de déclaration ou la publication de fausses informations constitue une infraction pénale<sup>2205</sup>. Mais rien n'interdit aux actionnaires d'exercer leurs droits de vote tout en détenant un intérêt négatif dans la société. Cette réglementation était en 2003 particulièrement innovante. Elle a pour mérite d'englober l'intégralité des pratiques permettant de construire une position courte.

**393. – Réglementation française.** C'est également dans cette direction que la France s'est récemment engagée. En 2008, l'Autorité des marchés financiers a constitué un groupe de travail chargé de réfléchir à la pratique du prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale<sup>2206</sup>. Deux propositions ont été formulées. La première tenait en l'amélioration de la transparence des cessions temporaires de titres. Deux formules étaient proposées pour cela. L'une, minimale, prévoyait une amélioration du dispositif de déclaration des franchissements de seuils, à l'occasion desquels des informations supplémentaires devraient être dévoilées, notamment la distinction « *des actions détenues en propre de celles issues d'une convention de cession temporaire* » et l'identité du cocontractant. L'autre, systématique, prévoyait une obligation de déclaration pré-assemblée des cessions temporaires, dès lors qu'un certain seuil en droit de vote était franchi<sup>2207</sup>. La seconde proposition, plus ambitieuse, tenait en la privation de droit de vote des cessionnaires temporaires. Cet objectif pourrait être atteint soit par le rapatriement des titres prêtés en période d'assemblée et l'exercice du droit de vote par le prêteur, soit par la suspension du droit de vote attaché aux titres prêtés ou plus généralement attaché aux titres faisant l'objet d'un transfert temporaire. Dans ce second cas, les auteurs se contentent de proposer une suspension pour les titres acquis temporairement peu avant une assemblée et lorsque les propriétaires détiennent un pourcentage significatif des droits de vote. La privation des droits de vote n'est donc en aucun cas générale. C'est la première proposition qui a été privilégiée.

D'une part, le Règlement général de l'AMF a été modifié afin que soit donnée, dans le cas d'une déclaration de franchissement de seuil, une information sur les « *actions acquises suite à une cession temporaire* »<sup>2208</sup>. Les limites de cette disposition ont déjà été soulignées<sup>2209</sup>. Notamment, elle

---

<sup>2204</sup> Section 341.

<sup>2205</sup> Sections 328 et 351.

<sup>2206</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, rapp. préc.*

<sup>2207</sup> Le problème essentiel soulevé par les rédacteurs du rapport est celui du champ d'application exact de ces mesures. On remarquera d'ailleurs que le mandat du groupe de travail ne portait que sur le « prêt-emprunt », alors que leur proposition englobe d'autres types de pratiques.

<sup>2208</sup> Art. L. 223-14.

n'appréhende que les transferts temporaires, alors qu'il existe nombre d'autres moyens de construire des positions courtes sur un titre. Le système de Hong-Kong, plus large, paraît plus adapté à cet égard<sup>2210</sup>.

D'autre part, une obligation de déclaration des positions courtes a été instaurée à l'occasion de l'adoption de la loi de régulation bancaire et financière<sup>2211</sup> : toute personne détenant plus de 0,5 % des droits de vote au titre d'une ou plusieurs opérations de cession temporaire portant sur ces actions ou de toute opération lui donnant le droit ou lui faisant obligation de revendre ou de restituer ces actions au cédant doit en informer la société et l'AMF, au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale<sup>2212</sup>. Cette seconde disposition, on l'a vu, demeure d'une portée limitée<sup>2213</sup>, en ce que l'obligation de transparence imposée n'est que partielle. D'une part, la disposition n'englobe pas l'intégralité des positions courtes, et laisse notamment de côté les positions courtes construites par l'utilisation d'instruments dérivés. D'autre part, cette disposition instaure une obligation de déclaration pré-assemblée. Or les associés peuvent user du pouvoir que leur confère la potentialité du droit de vote, tout au long de la vie sociale, sans attendre l'assemblée. Une obligation permanente aurait été plus appropriée.

Pourtant, au-delà de ces critiques, cette disposition témoigne d'une prise de conscience du caractère contestable de ces pratiques au regard du droit des sociétés. Elle ne vise pas tant à assurer la transparence des marchés – ce qui explique par exemple que les obligations de franchissement de seuils ne soient pas tout à fait adaptées à la question qui nous préoccupe – que le bon fonctionnement du processus de vote au sein des sociétés cotées<sup>2214</sup>. Mais le législateur n'a pas tiré toutes les conclusions de ce constat. Admettre le caractère problématique des cessions temporaires et autres opérations donnant le droit ou faisant obligation de revendre ou de restituer des actions aurait dû conduire à la condamnation de ces pratiques. Or imposer leur transparence, c'est en consacrer indirectement la légalité<sup>2215</sup>. Si, en France, aucun fondement ne permet de les

---

<sup>2209</sup> V. *supra* n° 259.

<sup>2210</sup> Le texte emploie le terme « *d'interest in shares* », plus large que celui de droits de vote.

<sup>2211</sup> Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, *préc.*

<sup>2212</sup> Art. L. 225-126 C. com. V. *supra* n° 260.

<sup>2213</sup> V. *supra* n° 260.

<sup>2214</sup> V. *supra* n° 260 ; comp. avec l'obligation de déclaration des positions courtes de l'art. 223-37 RG AMF, *supra* n° 261.

<sup>2215</sup> V. F. DEMARIGNY et C. CLERC, *Rapport externe rendu pour la Commission européenne, Transparency Directive Assesment Report, préc.*, p. XIV : « *Mandating full disclosure would not change the contradiction between the "empty voting" practice and the basic principles of company law. Setting up a disclosure regime could even be perceived as an implicit legal recognition of the practice. Therefore, all in all, we are inclined to recommend a ban on this practice.* » (Trad. libre : « *Imposer une transparence totale ne résoudra pas la contradiction entre le vote vide et les principes fondamentaux du droit des sociétés. Mettre en place un régime de transparence pourrait même être perçu comme une reconnaissance implicite de la pratique. Donc, en fin de compte, nous préconiserions l'interdiction de cette pratique.* »). V. égal. A. OMAGGIO, « Transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *préc.*, spéc. n° 34.



réprimer de manière générale, certains cas extrêmes auraient certainement pu l'être, notamment sur le fondement de la fraude. Mais comment retenir le caractère frauduleux de ces pratiques lorsqu'une disposition en exige par ailleurs la transparence ? Le nouveau dispositif est donc porteur d'une contradiction. En outre, les mécanismes de dissociation ne touchent pas uniquement les sociétés cotées, même si c'est là qu'ils sont le plus nombreux. Le constat de leur illégitimité aurait dû inciter à adopter une solution applicable sans distinction de forme sociale.

**394. – Inadaptation des obligations de transparence.** En réalité, l'instauration d'une obligation de transparence ne constitue pas une solution au problème soulevé par ces pratiques. C'est une réponse acceptable lorsqu'on l'envisage comme un moyen de récolter des informations aux fins d'une intervention postérieure adaptée des autorités<sup>2216</sup>. Elle ne constitue, en revanche, pas, en elle-même, une solution. Elle ne pourrait l'être que si les pratiques encadrées n'étaient problématiques qu'au regard des impératifs d'intégrité et de transparence des marchés financiers. Or le vote de ceux ne supportant pas l'aléa social est une question qui relève avant tout du droit des sociétés. Si l'on estime qu'il est illégitime – ce qui est le parti pris par la plupart des autorités de régulation, à juste titre –, l'unique mesure s'imposant est la non-attribution du droit de vote au propriétaire ne subissant pas l'aléa social. L'instauration d'une obligation d'information n'est qu'une demi-mesure ne résolvant pas le problème diagnostiqué. L'illégitimité de la pratique admise, une solution s'impose : la privation de droit de vote de ces acteurs.

## **B- Insuffisance des mesures correctives relatives au vote**

**395. – Présentation.** Deux propositions ont été faites afin d'éviter qu'un propriétaire non exposé à l'aléa social puisse voter. Elles n'ont toutefois été formulées qu'essentiellement en considération, du prêt de titres. Certains ont prôné un rapatriement des titres par le prêteur en période d'assemblée. Il a également été proposé que l'emprunteur ne vote pas en assemblée.

**396. – Le rapatriement des titres par le prêteur.** La proposition la plus classique est d'imposer au prêteur qu'il « rapatrie » ses titres en période d'assemblée. C'est là une option déjà adoptée par certaines sociétés de gestion qui doivent élaborer un document sur leur politique de vote<sup>2217</sup>. C'est également ce que certains codes de bonne conduite préconisent. À titre d'exemple, le code édité par l'Association française de gestion financière<sup>2218</sup> énonce que le prêteur doit rapatrier les

---

<sup>2216</sup> V. notamment : H. HU et B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *art. préc.*, p. 886 ; AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, *préc.*, p. 3.

<sup>2217</sup> V. *supra* n° 267.

<sup>2218</sup> Association française de gestion financière, *Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat*, 2009, disponible sur <http://www.afg.asso.fr/> : « Le gestionnaire qui a recours au prêt de titres doit avoir une

titres en période d'assemblée, en vue d'exercer le droit de vote, si l'intérêt des porteurs le nécessite. Il ajoute qu'un gestionnaire ne doit pas prêter ses actions s'il a connaissance que les emprunteurs voteront contre l'intérêt des porteurs<sup>2219</sup>. Notons que ce document a été approuvé par l'Autorité des marchés financiers et étendu à l'ensemble des professionnels de la gestion collective et de la gestion sous mandat<sup>2220</sup>. Un manquement peut donc être sanctionné par l'Autorité des marchés financiers. On peut néanmoins s'interroger sur les modalités exactes d'une sanction fondée sur la seule violation des dispositions du règlement de déontologie, puisque celles-ci tiennent du droit flou en ce qu'elles requièrent notamment l'appréciation de « l'intérêt » des porteurs. De la même manière, l'*European Securities Markets Expert Group* (ESME) affirme qu'il est de la responsabilité des investisseurs de rapatrier les titres prêtés à chaque fois qu'ils souhaitent participer à l'assemblée<sup>2221</sup>. Une telle solution suscite plusieurs observations.

D'abord, elle demeure souvent dans le champ du droit mou. Elle est généralement formulée sous la forme d'une règle de bonne conduite, sans valeur normative<sup>2222</sup>. Seule l'AMF paraît avoir franchi le pas, avec d'une part la proposition du groupe de travail sur le prêt-emprunt ayant préconisé une réforme en ce sens<sup>2223</sup>, d'autre part l'homologation du code précité – dont a cependant souligné le caractère flou en cette matière. Une simple règle de conduite sans valeur contraignante n'est pourtant pas de nature à modifier les comportements, comme le prouve la

---

*complète liberté de décision en la matière. Sa seule motivation doit être la considération de l'intérêt des porteurs. En conséquence il lui appartient dans les périodes où se tiennent les assemblées d'apprécier si cet intérêt doit conduire ou non à un rapatriement des titres concernés en vue d'exercer les droits de vote. En tout état de cause, il doit s'interdire de prêter des titres pour lesquels il a connaissance que les emprunteurs voteront contre l'intérêt des porteurs ».*

<sup>2219</sup> V. égal. International Corporate Governance Network, *Securities Lending Codes of Best Practice*, 2007, disponible sur : <http://www.icgn.org>, déconseillant l'exercice du droit de vote par le prêteur et conseillant à l'emprunteur de fixer sa politique en matière de rapatriement de titres et de s'y tenir.

<sup>2220</sup> AMF, *Communiqué de presse*, 15 déc. 2009 ; Art. 314-2 RG AMF et art. L. 621-7 C. mon. fin. V. sur le mécanisme de l'approbation, D. TEYSSIER, *th. préc.*, n° 356 et s.

<sup>2221</sup> European Securities Markets Expert Group, *First report of ESME on the transparency directive*, 5 décembre 2007.

<sup>2222</sup> V. par ex. European Securities Markets Expert Group, *préc.* : « *We would advocate the investment industry to take its own responsibility, but at the same time introducing clear monitoring and enforcement of their policies* ». (Trad. libre : « *Nous recommanderions à l'industrie de l'investissement de prendre ses responsabilités, tout en adoptant des procédures claires de contrôle et d'application de ses politiques.* ») ; P. MYNERS, *Review to the impediment to voting UK shares*, janv. 2004, *rapp. préc.* : « *In particular, when a resolution is contentious I start from the position that the lender should automatically recall the related stock, unless there are good economic reasons for non doing so. Failure to take such action could be extremely detrimental* ». (Trad. libre : « *En particulier, lorsqu'une résolution est controversée, je suis d'avis que le prêteur devrait automatiquement rapatrier les actions en cause, à moins qu'il existe de réelles raisons économiques pour ne pas le faire. Qu'il ne prenne pas de telles mesures pourrait s'avérer extrêmement préjudiciable* »).

<sup>2223</sup> Groupe de travail dirigé par Y. Mansion, *rapp. préc.*

pratique persistante de l'emprunt de titres aux fins de voter malgré les règles de bonne conduite existantes<sup>2224</sup>. Certains acteurs sont peu sensibles au « risque de réputation ».

Ensuite, l'obligation qui résulterait de cette règle de bonne conduite et la sanction qui y serait attachée pèseraient sur le prêteur<sup>2225</sup>. Or une telle démarche n'est pas de nature à répondre au problème posé par l'emprunt de titres. La pratique du prêt de titres soulève en effet deux questions. Une première interrogation se pose quant à l'opportunité pour les sociétés de gestion de recourir au prêt des actions qu'elles détiennent. Il ne s'agit pas d'une problématique de gouvernance des sociétés mais de bonne gestion de portefeuille. La réponse est nuancée. La pratique est intéressante en ce qu'elle permet d'améliorer la rentabilité du portefeuille. Cependant, lorsque sont à l'ordre du jour d'une assemblée des résolutions dont l'adoption ou le rejet risque d'influer fortement sur le cours du titre, il est de bonne gestion d'exercer le droit de vote et donc de rapatrier les titres. Les solutions proposées répondent à cette première interrogation. Mais ce n'est pas là ce qui nous intéresse. Toute autre est la question de savoir s'il est légitime que les emprunteurs exercent les droits de vote attachés aux titres empruntés. La réponse est négative et conduit à imposer une privation des droits de vote. Le rapatriement des titres par les sociétés de gestion n'est donc pas une réponse adaptée au problème. D'une part, il n'y a pas de sens à faire peser sur les sociétés de gestion une obligation de rapatriement : toute instauration d'obligations nouvelles devrait concerner l'emprunteur et non le prêteur. Cela est d'autant plus remarquable si l'on prône l'adoption d'une règle de bonne conduite : celle-ci doit tendre à fixer une norme de comportement pour l'emprunteur et à le dissuader de voter. D'autre part, la solution devrait être globale. Il ne s'agit pas de laisser aux sociétés de gestion le choix du rapatriement sur le modèle « *comply or explain* »<sup>2226</sup> : celui-ci devrait être imposé. Et ces sociétés ne sont pas les seuls prêteurs potentiels de titres et le prêt n'est pas l'unique moyen de dissocier propriété et droit de vote. Cette réponse n'est donc pas satisfaisante.

Enfin, cette solution ne remet pas en cause l'attribution du droit de vote à l'emprunteur. Celui-ci, propriétaire des actions, en demeure titulaire. Cependant, parce qu'il est peu légitime

---

<sup>2224</sup> Rapp. Y. PACLOT, « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2011, p. 395, spéc. n° 31 et s. Adde F. DRUMMOND, « Les manifestations en droit financier », *Petites affiches* 27 nov. 2003, n° 237, p. 22.

<sup>2225</sup> European Securities Markets Expert Group, *rapp. préc.* : « *In the group's view investors should take their own responsibility to recall the stock each time they want to participate in the general meetings of the issuer. In market practice, this situation will not occur for every stock invested in. Many investments are part of non-fundamental, i.e. quantitative, investment strategies and there may be no need to recall those stocks ahead of a general meeting.* » (Trad. libre : « Selon le groupe de travail, il devrait être de la responsabilité des investisseurs de rapatrier les actions lorsqu'ils veulent participer à l'assemblée générale de l'émetteur. Au vu des pratiques de marché, cela ne sera pas le cas pour toutes les actions acquises. Beaucoup d'investissements répondent à des stratégies non fondamentales, c'est-à-dire quantitatives, et il n'est pas nécessairement besoin de rapatrier ces actions avant une assemblée »).

<sup>2226</sup> V. sur le principe « *comply or explain* », *supra* n° 267.

qu'il vote, on conseille au prêteur de rapatrier les titres afin de réconcilier exercice du droit de vote et aléa social. Il s'agit là d'une simple mesure corrective, tendant à atténuer les effets néfastes du système. Une solution plus globale rétablissant la cohérence du système est évidemment préférable.

**397. – Le non-exercice du droit de vote par l'emprunteur.** D'autres propositions visent à la suspension du droit de vote de l'emprunteur. Souvent, là encore, la proposition ne tend à établir qu'une règle de bonne conduite sans force obligatoire<sup>2227</sup>. C'est par exemple le parti pris par *l'International Corporate Governance Network* qui a publié un code spécifique à l'emprunt d'actions<sup>2228</sup>. Il y est indiqué que l'exercice du droit de vote par l'emprunteur est condamnable ; il ne devrait voter que sur instruction du prêteur<sup>2229</sup>. De la même manière, le *Securities Lending and Repo Committee*, organisme anglais présidé par la Banque d'Angleterre a élaboré un code prévoyant que des actions ne doivent pas être empruntées aux seules fins de voter<sup>2230</sup>. Une règle non contraignante ne constitue toutefois pas une réponse adéquate. Bien que l'emprunt de titres aux fins de voter soit depuis longtemps perçu comme une pratique agressive et peu légitime, les acteurs qui y ont recours semblent faire peu de cas de leur réputation et de la légitimité de leur vote.

Le système de privation proposé par le groupe de travail réuni par l'AMF sur le prêt-emprunt de titres est plus convaincant puisqu'il tend à l'instauration d'une règle obligatoire et sanctionnée<sup>2231</sup>. La privation serait attachée à la personne de l'emprunteur et non au titre qui

---

<sup>2227</sup> V. par ex. European Corporate Governance Forum, Annual Report 2008, mai 2009, p. 3 et 4 : « *Whether investors who hold the legal title without corresponding economic interest should exercise their voting right would rather be a moral question that could be dealt with in codes of conduct but not in legislation* ». (Trad. libre : « La question de savoir si les investisseurs propriétaires des actions mais ne supportant pas le risque économique correspondant devraient exercer leur droit de vote constitue plutôt une question morale qui pourrait être traitée par des codes de bonne conduite mais non par le législateur. »).

<sup>2228</sup> International Corporate Governance Network, *Securities Lending Codes of Best Practice*, préc.

<sup>2229</sup> Préc., p. 9 : « *The borrowing of shares for the primary purpose of exerting influence or gaining control of a company without sharing the risks of ownership is a violation of best practice. Similarly, the borrowing of shares in order to deliberately reduce or suppress the vote at a shareholders' meeting is bad practice.* » ; « *The borrower of a share, for whatever purpose, should not vote that share without the express permission of the lender, and in accordance with his instructions* ». (Trad. libre : « L'emprunt d'actions dans le seul but d'exercer une influence ou d'acquérir le contrôle sans supporter le risque économique inhérent à la détention d'actions constitue une violation des règles de bonne pratique » ; « L'emprunteur d'actions, quel que soit son but, ne devrait pas exercer le droit de vote sans l'autorisation expresse du prêteur et sur ses instructions. »).

<sup>2230</sup> Securities Lending Repo Committee, Code of Guidance, 2009, disponible sur <http://www.bankofengland.co.uk/> : « *There is a consensus, however, in the market that securities should not be borrowed solely for the purpose of exercising the voting rights at, for example, an AGM or EGM.* » (Trad. libre : « Il existe cependant un consensus sur le marché sur le fait que les actions ne doivent pas être empruntées dans le seul but de voter, par exemple, en AGO ou en AGE. »).

<sup>2231</sup> D'autres propositions ont été faites en ce sens. En Angleterre notamment, le gestionnaire Hermes a ainsi demandé au régulateur de priver les emprunteurs de droit de vote. V. K. SCANNELL, « How borrowed shares swing company votes », *The Wall Street Journal*, 26 janv. 2007 ; J. COHEN, « Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », *Harvard Journal of Legislation*, 2008, vol. 45, p. 237. V. égal. Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, 20 fév. 2010 : « *The forum has considered whether votes cast without an economic interest should be declared null and*

pourrait donc être cédé sans difficulté. Cette proposition évoque celle formulée par Gaillard, au début du XX<sup>ème</sup> siècle, qui prônait la suppression du droit de vote de ceux qui n'ont pas « *la volonté de poursuivre le bien commun* », tels les reporteurs ou les vendeurs à terme<sup>2232</sup>. Le sénateur Lesaché avait également proposé, en 1933, d'introduire dans le Code de commerce une disposition prévoyant que les actionnaires dont l'intérêt est opposé à celui de la société ne puissent exercer leur droit de vote en assemblée<sup>2233</sup>. La règle ne tendait cependant qu'à prévenir les conflits d'intérêts ponctuels. Si l'on revient à la solution envisagée par le groupe de travail de l'AMF, elle est plus pertinente que celle du rapatriement des titres : l'obligation, et la sanction qui y est attachée, pèsent en effet sur l'emprunteur. Par ailleurs, cette obligation est étendue à toutes les hypothèses de transferts temporaires. Seule la couverture du risque ne serait pas concernée. Mais l'ambition du rapport est limitée. En effet, la suspension serait subordonnée à un seuil minimal de détention. Seules seraient également prises en compte les actions acquises dans un délai bref avant l'assemblée. Le champ du dispositif serait par ailleurs limité aux actions, et semble-t-il aux actions cotées. Cette solution, là encore, n'est qu'une mesure corrective qui vise à atténuer les effets néfastes d'un système dont la cohérence a été altérée. L'emprunteur demeure qualifié d'associé alors qu'il n'en a d'autre caractéristique que la qualité de propriétaire. Il est d'ailleurs significatif, à cet égard, que les termes de privation et de suspension soient utilisés indifféremment par les rédacteurs du rapport. Suspendre le droit d'une personne suppose qu'elle en soit dotée mais qu'elle ne puisse temporairement l'exercer<sup>2234</sup>. L'emprunteur serait ainsi un associé que l'on prive provisoirement de l'un de ses attributs. Cela conduit les auteurs à préciser qu'une telle approche « *remet en cause l'un des attributs fondamentaux de l'actionnaire* ». Mais une telle affirmation n'entame-t-elle pas la légitimité de la proposition ? Une solution efficace ne devrait pas venir affaiblir une construction dont la cohérence a déjà été mise à mal par la pratique<sup>2235</sup>. Ne conviendrait-il pas de pousser la réflexion et de s'interroger sur la qualité d'associé de

---

*void, but does not recommend this, at least at present* ». (Trad. libre : « *Le Forum a réfléchi sur le point de savoir si les votes exprimés sans que l'actionnaire n'ait supporté le risque économique, devraient être tenus pour nuls, mais ne le recommande pas, du moins pour le moment.* ») ; F. DEMARIGNY et C. CLERC, Rapport externe rendu pour la Commission européenne, *Transparency Directive Assesment Report*, déc. 2009 : « *A more radical system would be to ban empty voting altogether. In particular, voting with borrowed shares (or shares held under a temporary transfer agreement or pursuant to a scheme having a similar impact) could be prohibited. This would be the most consistent decision to be taken in view of the principles at stake.* » (Trad. libre : « *Un système plus radical serait d'interdire complètement le vote vide. En particulier, l'exercice des droits de vote attachés à des actions empruntées (ou à des actions faisant l'objet d'un transfert temporaire ou d'une opération d'effet similaire) pourrait être interdit. Ce serait la mesure la plus cohérente au vu des principes en jeu.* ») ; D. SKEEL, « Behind the hedge », *Legal affairs*, nov.-déc. 2005, disponible sur <http://www.legalaffairs.org/>.

<sup>2232</sup> E. GAILLARD, *La société anonyme de demain*, ouvr. préc., p. 62, 63 et 64.

<sup>2233</sup> V. J. MOLIERAC, « La révision de la loi sur les sociétés, par actions », *art. préc.*

<sup>2234</sup> V. G. CORNU (sous la direction de), *préc.*, *V° suspension* : « (...) *mesure temporaire qui fait provisoirement obstacle à l'exercice d'une fonction ou d'un droit (...)* ».

<sup>2235</sup> V. C. MAISON-BLANCHE et A. BARAT, « La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires », *art. préc.* : « *Deux facteurs peuvent expliquer l'hésitation à se plier à une telle recommandation : le premier est que le droit de vote demeure en droit l'attribut essentiel de l'action. À partir du moment où le prêt est translatif de propriété, par souci de cohérence juridique, il est préférable aussi longtemps que cela est possible, de ne pas établir de frontières entre types d'actionnaires au moyen d'une attribution différenciée des droits à usage, selon que ces droits seraient a priori considérés comme exercés légitimement ou illégitimement* ».

l'emprunteur ? La privation du droit de vote de l'emprunteur remet-elle véritablement en cause un attribut fondamental de l'associé ?

**398. – Conclusion.** Ces diverses solutions ont en commun leur caractère correctif. Elles visent à atténuer les effets de l'attribution du droit de vote au propriétaire ne supportant pas l'aléa social, sans remettre en cause cette attribution. Une solution cohérente et exhaustive consisterait plutôt à repenser l'attribution du vote en la fondant sur l'aléa social.

## II- La solution retenue : un principe général liant aléa social et qualité d'associé

**399. –** L'attribution du droit de vote est traditionnellement justifiée par l'aléa social que supporte l'associé, défini comme le propriétaire de droits sociaux. Ce lien n'étant plus vérifié, plutôt que de proposer des solutions partielles, il faut tenter de rendre sa cohérence au dispositif légal en dissociant la qualité d'associé de celle de propriétaire. Comment assurer alors que l'aléa social fonde l'attribution du droit de vote ? La réponse la plus appropriée paraît résider dans l'adoption d'un principe général liant aléa et qualité d'associé.

Après avoir exposé le contenu du principe proposé (A), nous nous attacherons à en dégager une sanction permettant d'en assurer l'effectivité (B).

### A- Le contenu du principe

**400. –** Après avoir présenté le principe proposé (1), nous expliquerons les choix qui y ont conduit (2).

#### 1. Principe proposé

**401. – Présentation.** Le constat de la perte de cohérence du système actuel doit conduire à retoucher le cœur du dispositif afin d'en rétablir l'intégrité<sup>2236</sup>. Ni un dispositif de transparence, ni le rapatriement des titres, ni une simple suspension du droit de vote ne constituent une solution

---

<sup>2236</sup> V. en ce sens, F. DEMARIGNY et C. CLERC, *Transparency Directive Assesment Report, préc.*, p. 128 : « *It is usually considered that company law confers voting power to the shareholders in view of the fact that they will bear the positive and negative consequences of their decisions* » (trad. libre : « *Il est habituellement admis que le droit des sociétés confère un pouvoir de vote aux actionnaires parce qu'ils supportent les conséquences positives et négatives de leurs décisions.* ») et p. 132 : « *A more radical system would be to ban empty voting altogether. In particular, voting with borrowed shares (or shares held under a temporary transfer agreement or pursuant to a scheme having a similar impact) could be prohibited. This would be the most consistent decision to be taken in view of the principles at stake.* » (Trad. libre : « *Un système plus radical serait d'interdire complètement le vote vide. En particulier, l'exercice des droits de vote attachés à des actions empruntées (ou à des actions faisant l'objet d'un transfert temporaire ou d'une opération d'effet similaire) pourrait être interdit. Ce serait la mesure la plus cohérente au vu des principes en jeu.* »).

adaptée. Afin de mettre un terme à la dissociation entre droit de vote, qualité d'associé et aléa social, la voie la plus efficace est la consécration d'un principe général qui lierait le droit de vote et l'aléa social<sup>2237</sup>. Plus précisément, le droit de vote continuerait d'être attribué à l'associé : il en reste un attribut essentiel. Toutefois, la notion d'associé serait précisée afin que seuls ceux supportant l'aléa social soient ainsi qualifiés.

Les associés seraient ainsi définis comme les personnes supportant l'aléa social. Cette dernière notion demande également à être précisée. Une personne supporte l'aléa social lorsqu'elle supporte effectivement un risque de perte et une chance de gain du fait de sa participation à la société. La perte est celle que l'associé encourt du fait du non-remboursement de son apport, ou de l'absence de rémunération de son apport lorsqu'il est fait en industrie, ou lorsque la société est à risque illimité, de la mise en œuvre de son obligation de contribuer indéfiniment aux pertes sociales. Le gain est celui qui résulte du partage des bénéfices sociaux ou de l'économie dont la société le fait profiter.

## 2. Explication du principe proposé

**402.** – Après avoir présenté les caractéristiques générales du principe proposé (a), nous analyserons la définition de l'aléa social (b), puis nous examinerons le rôle de la propriété dans la qualification d'associé (c).

### a. Les caractéristiques générales du principe

**403. – Généralité du principe.** Ce principe se caractérise d'abord par sa généralité. Rétablir la cohérence du dispositif de vote suppose, en effet, une privation généralisée du droit de vote des propriétaires non exposés à l'aléa social. La solution se doit d'être rédigée de manière suffisamment large pour englober l'ensemble des pratiques de dissociation du droit de vote et de l'aléa. De même, elle doit s'appliquer à toutes les sociétés et non seulement aux sociétés par actions dont les titres sont admis sur un marché réglementé.

---

<sup>2237</sup> Rappr. European Corporate Governance Forum, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholders Positions*, 20 fév. 2010 : « *The forum recommends the introduction of an assumption in company law that shareholders who take part in a general meeting own the corresponding economic interest in the voted shares* ». (Trad. libre : « *Le forum recommande l'introduction d'un principe général en droit des sociétés, selon lequel les actionnaires votant à l'assemblée générale doivent détenir l'intérêt économique inhérent aux actions dont le droit de vote est exercé.* »).

**404. – Attribution du droit de vote.** Ensuite, le principe posé répond au problème de la dissociation entre aléa, droit de vote et qualité d'associé, en se plaçant sur le terrain de l'attribution du droit de vote et non de son exercice. Il met en place un système de privation du droit et non de suspension<sup>2238</sup>. Il ne s'agit ainsi pas d'une simple mesure corrective<sup>2239</sup>.

**405. – Unité de la notion d'associé.** Par ailleurs, la privation du droit de vote pouvait s'opérer de deux manières. Il aurait été possible d'admettre une simple privation, ce qui aurait impliqué la création de deux catégories d'associés : ceux subissant l'aléa titulaires du droit de vote d'une part, ceux ne supportant pas l'aléa privés du droit de vote d'autre part. Une telle solution aurait conduit à remettre en cause le lien traditionnel qui existe entre aléa, qualité d'associé et droit de vote. Nous avons vu, cependant, qu'il était plus approprié de conserver le lien originel entre aléa, qualité d'associé et droit de vote et d'affirmer l'absence de qualité d'associé des propriétaires ne subissant pas l'aléa social<sup>2240</sup>.

**406. – Remise en cause limitée des principes classiques.** Enfin, détacher la qualité d'associé de la propriété supposait d'établir une définition nouvelle de la notion d'associé, désormais fondée sur l'aléa social. Une telle règle obligerait à retoucher certaines modalités pratiques de détermination de l'associé à l'occasion de l'exercice des prérogatives sociales, dans la loi ou le règlement. Tel serait le cas par exemple lorsque les dispositions réglementaires s'attachent à l'inscription en compte, faite au nom du propriétaire, pour déterminer le titulaire du droit de vote. Relevons, néanmoins, que le plus souvent nos textes se contentent de renvoyer à la « *décision des associés* »<sup>2241</sup> ou aux délibérations des « *assemblées d'actionnaires* »<sup>2242</sup>. Aucune modification ne serait donc là nécessaire.

Il convient au demeurant de relativiser la nouveauté du principe. En premier lieu, l'attribution du droit de vote à l'associé n'est pas remise en cause : il en demeure un attribut essentiel<sup>2243</sup>. La redistribution du droit de vote n'est qu'indirecte : elle ne s'opère que par la redéfinition de la notion d'associé. En second lieu, le principe ne révolutionne pas la définition de l'associé. L'aléa a toujours été à son fondement<sup>2244</sup> et ni le Code civil ni le Code de commerce ne

---

<sup>2238</sup> V. *supra* n° 397.

<sup>2239</sup> V. *supra* n° 395 et s.

<sup>2240</sup> V. *supra* n° 383 et s.

<sup>2241</sup> V. par ex. l'art. 1836 du C. civ. qui subordonne la modification des statuts à « *l'accord unanime des associés* » ; l'art. 1843-5 qui se réfère à la « *décision de l'assemblée des associés* » ; l'art. 1844 qui édicte que « *tout associé a le droit de participer aux décisions collectives* » ; l'art. L. 222-5 qui se réfère à la « *décision de tous les associés* » ; etc.

<sup>2242</sup> V. section 3 du chapitre II du titre II du C. com. : « *des assemblées d'actionnaires* ».

<sup>2243</sup> V. *supra* n° 15 et s.

<sup>2244</sup> V. *supra* n° 83 et s.



la définissent précisément. Il ne s'agit donc pas de bouleverser les principes traditionnels mais plutôt de faire émerger ce qui les sous-tend.

### **b. La notion d'aléa social**

**407. – Aléa social et prohibition des clauses léonines.** En premier lieu, remarquons que le principe ainsi posé aboutit à une généralisation de la prohibition énoncée par l'article 1844-1 alinéa 2. Celui-ci interdit une exonération totale des pertes ou une privation intégrale des bénéfices, de même qu'une attribution totale des pertes ou des bénéfices à un associé. Mais la lettre de l'article et l'interprétation qui en a été faite demeurent restrictives<sup>2245</sup>. Si cette disposition découle du constat qu'un associé subit nécessairement l'aléa social et que toute disposition contraire devrait être prohibée, sa formulation interdit de lui donner un champ d'application suffisamment large pour qu'elle soit parfaitement efficace. Le principe posé remédie à cette difficulté.

**408. – Composantes de l'aléa social.** En second lieu, les notions même de risque de perte et de chance de gain devaient être précisées.

Le risque de perte, d'abord, est celui pour l'associé de ne pas récupérer, ou de ne pas être rémunéré pour l'apport effectué lorsqu'il est fait en industrie. Il en ressort que l'associé est nécessairement l'apporteur. Cela amène à distinguer le propriétaire et l'apporteur réel. Le plus souvent, les deux qualités seront confondues. Dans des cas plus rares, tel le transfert de propriété à des fins de gestion ou de garantie, elles seront dissociées<sup>2246</sup>. Il ne suffit toutefois pas qu'un tel apport soit effectué, encore faut-il que l'apporteur supporte « effectivement » le risque qui y est attaché pour être qualifié d'associé. Cette qualité serait ainsi refusée à l'apporteur ayant couvert son risque. Notons que, dans les sociétés à responsabilité illimitée, au risque de la perte de l'apport, s'ajoute celui de voir sa responsabilité engagée de manière indéfinie.

Le gain, ensuite, est celui qui résulte du partage des bénéfices sociaux. Il est ainsi garanti que l'enrichissement individuel résulte de l'enrichissement social. Sont incluses dans cette définition toutes formes de partage des bénéfices, quel que soit le moment auquel elles interviennent. À cette situation la plus courante, doit être ajoutée l'hypothèse où la société serait constituée pour que ses associés profitent d'une économie. Dans tous les cas, le bénéfice de ce

---

<sup>2245</sup> V. *supra* n° 242 et s. et n° 362.

<sup>2246</sup> V. A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, qui admettait qu'il existait des cas où celui qui était considéré comme associé n'était pas l'apporteur. V. notamment au sujet du prêt de consommation, n° 24 et s.

gain doit être réel et non uniquement formel. Celui qui s'engagerait à le transmettre intégralement à un tiers ne pourrait être considéré comme bénéficiant des chances de gain.

Enfin, remarquons que cette définition du risque de perte et des chances de gain permet de qualifier d'associés ceux qui subissent l'aléa social du seul fait de leur participation à la société. En sont exclus ceux qui encourent un aléa corrélé à la performance de la société en une autre qualité, du fait par exemple d'un contrat qui aurait été par ailleurs conclu. Seul celui qui assume effectivement la perte et bénéficie des avantages résultant du partage des bénéfices est qualifié d'associé. Il convient ainsi de déterminer qui est le bénéficiaire effectif des gains ou qui subit effectivement le risque, sans en rester nécessairement au propriétaire. Notons également que la définition du risque de perte et des chances de gain garantit que l'associé est le dernier désintéressé : l'aléa subi peut être qualifié de social<sup>2247</sup>.

**409. – Étendue de la notion.** Ensuite, il faut noter que les pratiques observées<sup>2248</sup> ont le plus souvent pour résultat la couverture du risque de perte ou de l'intégralité de l'aléa social. Rares sont en revanche celles par lesquelles un associé se départit seulement de ses chances de gain. Existe-t-il alors un intérêt à inclure dans la définition de l'associé cette dernière notion ? Le risque de perte et la chance de gain sont intrinsèquement liés : l'un n'est que la contrepartie de l'autre. Par ailleurs, l'attribution du droit de vote<sup>2249</sup> et des autres prérogatives sociales ne se justifie pas uniquement par le risque de perte couru par les associés mais également par leurs chances de gain. Ainsi, nous l'avons vu, la fiction selon laquelle la volonté exprimée est la volonté de tous suppose que les votants puissent être présumés avoir un intérêt commun. L'alignement des intérêts des votants ne serait plus garanti si certains d'entre eux ne pouvaient tirer bénéfice de leur participation<sup>2250</sup>. De même, les décisions adoptées doivent être aptes à satisfaire l'ensemble des intérêts en présence et permettre le fonctionnement optimal de la société en vue de la réalisation de l'objet social. Cela n'est pas vérifié si certains votants n'ont pas d'intérêt à l'enrichissement social<sup>2251</sup>. Seul l'aléa social, entendu comme le cumul d'un risque de gain et d'une chance de perte, justifie donc l'attribution du droit de vote et des autres prérogatives sociales qui lui sont liées : la notion d'associé doit intégrer ces deux composantes.

**410. – Effets d'une couverture partielle de l'aléa social.** Une question se pose encore. Qu'advient-il si un associé couvre une partie seulement de l'aléa social qu'il devrait assumer ? La

---

<sup>2247</sup> V. *supra* n° 127.

<sup>2248</sup> V. *supra* n° 132 et s.

<sup>2249</sup> V. *supra* n° 100 et s.

<sup>2250</sup> V. *supra* n° 102.

<sup>2251</sup> V. *supra* n° 103.

situation doit être appréciée part sociale par part sociale ou action par action. Dans les sociétés qui utilisent le vote par tête, la couverture partielle de l'aléa social n'a aucun effet sur l'attribution du droit de vote, dans la limite de la fraude : le pouvoir de vote des associés est indépendant de la mesure de l'aléa qu'ils supportent. À l'inverse, dans les sociétés où le principe de proportionnalité est consacré ou lorsque le système mélange vote par tête et principe de proportionnalité, la situation politique de l'associé est modifiée. En conséquence, les droits sociaux qui ne sont pas dotés d'un droit de vote ne doivent pas être pris en compte pour le calcul du quorum et de la majorité. De même, lorsque le bénéfice de certains droits est subordonné à la détention d'un certain nombre de parts sociales<sup>2252</sup> ou d'un pourcentage du capital<sup>2253</sup>, seules les parts ou le pourcentage dont l'aléa attaché n'a pas été couvert devraient être pris en compte.

**411. – Effets d'une couverture totale de l'aléa social.** Lorsqu'un propriétaire a intégralement couvert sa position, la situation ne fait pas difficulté. La qualité d'associé ne lui est pas reconnue. Une question émerge toutefois : qu'advierait-il si l'intégralité des associés couvrait leur intérêt dans la société<sup>2254</sup> ? Nul ne serait en mesure d'exercer un quelconque droit de participation. La société s'en trouverait paralysée.

C'est l'un des arguments invoqué par des auteurs, qui voudraient que le droit de vote soit réattribué à celui à qui a été transférée une partie de l'aléa social<sup>2255</sup>. Mais la solution préconisée pour pallier à la difficulté ne convainc pas. En effet, lorsque le propriétaire de droits sociaux a couvert son risque, le tiers qui a accordé cette couverture supporte rarement un aléa exactement équivalent à l'aléa social. Il n'y a guère que dans le cas de certains swaps que l'aléa ainsi subi est exactement calqué sur l'aléa social<sup>2256</sup>. Pourtant, même dans ces hypothèses, il ne peut être qualifié de social. Ce tiers n'a pas manifesté sa volonté de s'associer et n'a pas adhéré au contrat de société. D'ailleurs, l'acquisition des droits sociaux par son cocontractant résulte généralement d'une démarche purement facultative pour ce dernier. Un tiers sans lien avec la société ne saurait se voir reconnaître la qualité d'associé<sup>2257</sup>. Il ne pourrait en être autrement qu'en cas de conclusion d'une convention de prête-nom ou d'un transfert temporaire de propriété, où le lien, s'il n'est pas

---

<sup>2252</sup> V. par ex. art. L. 223-27 dans les SARL, permettant aux associés détenant la moitié des parts sociales ou le quart des parts sociales, s'ils représentent au moins le quart des associés, de demander la réunion d'une assemblée.

<sup>2253</sup> V. par ex. art. L. 225-103 dans les SA, qui permet aux actionnaires réunissant au moins 5% du capital social de demander la nomination d'un mandataire judiciaire chargé de convoquer l'assemblée en cas de carence du conseil d'administration ou du directoire.

<sup>2254</sup> V. évoquant la question des sociétés sans associés Y. GUYON, *Droit des affaires, ouvr. préc.*, n° 134-1 ; R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 622 et s.

<sup>2255</sup> S. MARTIN et F. PARTNOY, « Encumbered shares », *art. préc.*, spéc. p. 804.

<sup>2256</sup> V. *supra* n° 224 et 316.

<sup>2257</sup> V. *supra* n° 318 et 365. Rapp. Y. LE MAUT, *th. préc.*, n° 836, dans une discussion relative à l'affectio societatis : « La seule exposition au risque de la société ne suffit pas pour avoir l'affectio societatis encore faut-il que cette exposition ait été recherchée ».

apparent, existe<sup>2258</sup>. Il serait ainsi incohérent, et pour le moins artificiel, de reconnaître à un tel acteur la qualité d'associé, sous prétexte de régler une question d'ordre strictement pratique.

Si la solution ne convainc pas, la question demeure : comment appréhender la situation dans laquelle tous les propriétaires auraient couvert leur risque ? Remarquons au préalable que cette hypothèse constitue un cas d'école. Les pratiques de couverture semblent rares, en dehors des sociétés cotées (sur des marchés réglementés ou non réglementés). Dans ces dernières, elles sont essentiellement utilisées par deux types d'acteurs : les actionnaires institutionnels généralement minoritaires couvrant une partie ou la totalité de leur risque, et les actionnaires majoritaires souhaitant conserver leur pouvoir tout en diversifiant leur risque et n'en couvrant généralement qu'une partie. Au vu du nombre généralement élevé d'actionnaires, le risque que l'intégralité d'entre eux couvrent la totalité de leur aléa est donc quasi nul. En outre, si un tel dispositif de suppression du droit de vote était consacré, la pratique perdrait une partie de son intérêt et se rarifierait donc. Comment traiter la situation si toutefois elle advenait ? Dans ce cas, les propriétaires pourraient dénouer leur couverture afin de récupérer leur qualité d'associé, ce qui pourrait sans doute être fait aisément. Ils pourraient encore choisir de céder leurs droits sociaux. Cette dernière solution ne vaut que dans les sociétés ne comportant pas de clause d'agrément de l'assemblée des associés<sup>2259</sup> – celle-ci n'étant pas en mesure de se réunir. Un véritable blocage est donc peu probable. S'il devait survenir toutefois, d'autres solutions seraient envisageables. Envisageons les hypothèses de nomination d'un expert de gestion dans les sociétés anonymes, de désignation d'un administrateur provisoire, de dissolution de la société.

Dans les sociétés anonymes, la nomination d'un expert de gestion pourrait se concevoir<sup>2260</sup>. Elle n'est, en effet, pas laissée à la seule initiative des actionnaires : elle peut être demandée par le ministère public, par le comité d'entreprise et, dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, par l'Autorité des marchés financiers. Elle n'est cependant pas une solution adaptée à la difficulté rencontrée car la mission de l'expert se borne à la présentation d'un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion. La nomination d'un administrateur provisoire pourrait également être envisagée. La Cour de cassation a, en effet, admis qu'elle puisse être demandée, non seulement par les actionnaires, mais également par les dirigeants. En outre, les conditions de nomination dégagées par la jurisprudence seront généralement satisfaites<sup>2261</sup> : le fonctionnement anormal de la société doit être caractérisé, les intérêts sociaux doivent être exposés à un péril imminent et le redressement doit être possible.

---

<sup>2258</sup> V. *infra* n° 413 et 416.

<sup>2259</sup> Les clauses d'agrément sont néanmoins prohibées dans les sociétés dont les actions sont admises sur les marchés réglementés. Art. L. 228-23 C. com.

<sup>2260</sup> Art. L. 225-231 C. com.

<sup>2261</sup> V. C. RUELLAN, « Les conditions de désignation d'un administrateur provisoire », *Dr. sociétés* oct. 2000, p. 4.

Ici, la paralysie de la société rend impossible son fonctionnement<sup>2262</sup>. Les intérêts sociaux sont évidemment exposés à un péril certain et imminent, puisque la prise de décision est bloquée. La seule condition pouvant faire défaut est celle tenant au redressement possible de la société<sup>2263</sup>. Il semble qu'une solution à la crise pourrait être trouvée aisément grâce au dénouement des positions des propriétaires ou à la cession des titres. Mais là encore, on peut s'interroger sur le sens exact de la mission de l'administrateur. Celui-ci n'a habituellement que le pouvoir d'effectuer un travail d'administration. Mais peut-être un rôle de conciliateur pourrait-il lui être confié<sup>2264</sup>.

En cas de blocage véritable, la dissolution s'impose. Il reste à s'interroger sur ce qui pourrait la fonder. Plusieurs fondements peuvent être envisagés, mais seule une interprétation par analogie de l'article 1844-5 convient. En premier lieu, l'article 1844-7 2° prévoit la dissolution de plein droit de la société par la réalisation ou l'extinction de son objet. Un raisonnement par analogie pourrait être tenté. L'objet du contrat de société – la mise en commun de biens ou d'activités en vue de partager le bénéfice ou de profiter d'une économie<sup>2265</sup> – pourrait-il être assimilé à « l'objet social » ? La disparition ou l'extinction de l'objet social entraîne une « impossibilité de fonctionnement »<sup>2266</sup>. N'en est-il pas de même de l'absence d'associé ? Mais outre que le raisonnement par analogie ne convainc guère, une dissolution de plein droit n'est pas adaptée à une situation qui pourrait être aisément régularisée. En second lieu, l'article 1844-7 5° ouvre la possibilité d'une dissolution judiciaire pour justes motifs, « notamment en cas d'inexécution de ses obligations par un associé, ou de mésentente entre associés paralysant le fonctionnement de la société ». S'il n'est question ici ni d'inexécution de ses obligations par un associé ni de mésentente, l'énumération n'est pas limitative. La paralysie de la société, quel que soit son motif, pourrait donc fonder une dissolution judiciaire. Mais l'action en dissolution n'appartenant qu'aux associés, celle-ci ne pourra être exercée. Au vu de la gravité de la décision judiciaire, en effet, seuls les intéressés, et spécifiquement les derniers intéressés, ont qualité pour agir. Il a en outre été précisé que l'action n'appartient pas aux associés que si la cause de la dissolution n'est pas de leur fait<sup>2267</sup>. La qualité pour agir en dissolution anticipée pour justes motifs est donc strictement limitée. La disposition ne saurait ainsi être étendue aux propriétaires ne subissant pas l'aléa social. Finalement, la solution la plus cohérente serait de rapprocher cette situation de celle visée aux articles 1844-5 et 1844-7 6°. Il y est prévu que la réunion de toutes les parts sociales en une seule main n'entraîne pas la dissolution de plein droit de la société. Ce n'est qu'au bout d'un an et si la situation n'a pas été

---

<sup>2262</sup> V. Cass. com. 17 janv. 1989, n° 87-10966, *Bull. civ. IV* 1989, n° 28, p. 17 ; *Rev. sociétés* 1989, p. 209, note Y. GUYON ; *Bull. Joly* 1989, p. 321, note J.-J. DAIGRE ; Cass. com. 26 nov. 1996, n° 94-16309, *RJDA* 1997, p. 133, n° 210 ; Cass. com. 2 déc. 2008, n° 07-19698 et 07-21667, *JCP éd. E* 2009, 1089.

<sup>2263</sup> Cass. com. 16 février 1970, n° 68-13764, *Bull. civ. IV*, n° 59, p. 56.

<sup>2264</sup> V. G. BOLARD, *art. préc.*

<sup>2265</sup> V. PH. MERLE, *ouvr. préc.*, n° 52.

<sup>2266</sup> V. Y. GUYON, *Droit des affaires, ouvr. préc.*, n° 201.

<sup>2267</sup> V. par ex. Cass. com. 16 juin 1992, n° 90-18441, *Rev. sociétés* 1992, p. 731, obs. Y. GUYON.

régularisée, que la dissolution peut être demandée par tout intéressé. Le juge peut encore accorder un délai de régularisation, d'une durée maximale de six mois. Remarquons que la situation s'applique également aux sociétés par actions, malgré l'utilisation du terme « *parts sociales* ». Ces deux situations sont comparables, en ce que, dans les deux cas, il n'y aurait pas de sens à astreindre à la dissolution de la société alors que l'entreprise est économiquement viable. Ce n'est qu'en l'absence de régularisation que la dissolution s'imposera. On pourrait avancer qu'en cas de réunion des parts en une seule main, la continuation de la société n'est pas absurde puisqu'il existe des sociétés unipersonnelles, alors que l'on n'a jamais rencontré de société sans associé. Cet argument n'est cependant pas dirimant. La règle posée à l'article 1844-5 ne trouve pas tant son assise dans la notion de société que dans le concept d'entreprise : si cette dernière est viable, il n'y aurait aucune logique à dissoudre de plein droit la société. Le principe de l'absence de dissolution de la société en cas de réunion des droits sociaux en une seule main, adopté dans les sociétés commerciales par la loi du 24 juillet 1966<sup>2268</sup> puis étendue aux autres sociétés par la loi du 4 juillet 1978<sup>2269</sup>, est d'ailleurs bien antérieur à l'admission des sociétés unipersonnelles *ab initio* en droit français, par la loi du 11 juillet 1985<sup>2270</sup>. Une interprétation par analogie de cette disposition permet d'apporter une solution simple à la situation envisagée<sup>2271</sup>.

Rappelons néanmoins que celle-ci paraît constituer une hypothèse d'école.

### c. Le rôle de la propriété

**412. – Absence de référence à la propriété.** Il faut noter que la définition proposée ne fait pas référence à la propriété des droits sociaux : l'aléa social fonde seul la qualité d'associé. Nous avons constaté, en effet, que la notion de propriété ne recouvrait pas une réalité homogène. S'il était traditionnellement entendu que le propriétaire subissait nécessairement l'aléa social, la diversité des formes de propriété ne permet pas aujourd'hui de garantir la concordance entre aléa et qualité de propriétaire<sup>2272</sup>.

**413. – Associés non propriétaires.** Une fois constaté que l'aléa social doit être réintroduit au sein de la notion d'associé, deux possibilités s'offrent. En premier lieu, il peut être admis que l'associé est le propriétaire subissant l'aléa social. En second lieu, il peut être considéré que des

---

<sup>2268</sup> Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, article 9.

<sup>2269</sup> Loi n° 78-9 du 4 janvier 1978 modifiant le titre IX du livre III du Code civil.

<sup>2270</sup> Loi n° 85-697 du 11 juillet 1985 relative à l'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée et à l'exploitation agricole à responsabilité limitée.

<sup>2271</sup> V. sur ce point, M. LAROCHE, « Perte de la qualité d'associé : quelle date retenir ? », *art. préc.*, spéc. note 29.

<sup>2272</sup> V. *supra* n° 355 et s.

non-proprétaires peuvent avoir la qualité d'associé. Dans la première hypothèse, l'objectif recherché est atteint : ceux qui ne subissent pas l'aléa social se voient refuser la qualité d'associé ainsi que l'intégralité des droits qui y sont attachés. Toutefois, cette solution entrave l'utilisation de techniques qui n'ont rien d'illégitime, en ce qu'elles ne tendent pas au seul transfert du droit de vote. Il en est ainsi du transfert de propriété aux fins de garantie ou de gestion. Dans ces situations, définir l'associé comme le propriétaire supportant l'aléa revient à priver de la qualité d'associé celui qui confie ses titres à un tiers à ces fins, sans que celui-ci n'en soit non plus doté. Or s'il n'est pas propriétaire, il a effectué un apport et assume l'aléa social. La définition doit donc être élargie : l'associé n'est pas nécessairement un propriétaire<sup>2273</sup>.

Remarquons que ce détour serait inutile si notre droit reconnaissait que les propriétés temporaires, y compris les propriétés-sûretés, ne sont pas des propriétés véritables ou s'il reconnaissait l'absence d'unité de la notion de propriété. Alors, il suffirait d'affirmer que seul le propriétaire au sens de l'article 544 du Code civil, ou seul le propriétaire économique, se voit reconnaître la qualité d'associé. La définition de la notion en serait évidemment simplifiée.

**414. – Associés propriétaires.** Le rôle de la propriété n'est toutefois pas nié : l'associé demeurera, le plus souvent, le propriétaire des parts ou actions. En effet, dans la majorité des cas, l'engagement de contribuer aux pertes et la vocation aux bénéfices suffisent à déduire l'aléa social. Notons que dans les sociétés à risque illimité, le découplage entre aléa et propriété semble plus rare. Peu nombreux sont les intermédiaires qui accepteraient de prendre le risque d'engager ainsi leur responsabilité, sans avoir la garantie de pouvoir récupérer leur mise *in fine*, comme c'est le cas lorsque le propriétaire ne tient pas les titres séparés dans un patrimoine distinct du sien. Dans les autres sociétés encore, la réunion de la propriété et de l'aléa demeure le principe. C'est uniquement dans le cas où l'apport aurait été fait pour le compte d'un tiers qu'il y aurait lieu à dissociation entre propriété et qualité d'associé. Encore faudrait-il que l'apporteur soit le bénéficiaire final des gains et supporte les pertes éventuelles.

**415. – Conséquences sur la répartition des droits et obligations pécuniaires.** La consécration d'une telle définition de la notion d'associé ne doit cependant pas amener à priver le propriétaire qui ne supporte pas l'aléa social des droits pécuniaires et à le soustraire à ses obligations. Il convient d'examiner les deux situations susceptibles de se présenter : celle du propriétaire ne subissant pas l'aléa social parce qu'un tiers est associé pour les droits sociaux qu'il détient et celle du propriétaire qui a couvert son risque.

---

<sup>2273</sup> V. *supra* n° 385.

Dans la première hypothèse, les fruits et produits des droits sociaux bénéficieront à l'associé véritable. En réalité, le propriétaire les percevra, non pour son compte mais à titre de propriétaire temporaire, et pour le compte de l'associé à qui il a vocation à les reverser immédiatement ou à terme. De la même manière, l'obligation aux dettes et celle de contribuer aux pertes devra être supportée par l'associé véritable.

Dans la seconde, le propriétaire bénéficiera des droits pécuniaires à titre personnel. Cette reconnaissance de droits financiers à des non-associés rappelle la solution retenue au sujet du retrait ou de l'exclusion d'un associé de certaines sociétés civiles. Dans les sociétés civiles professionnelles de notaires, d'huissiers et d'avoués et les sociétés d'exercice libéral exploitant un laboratoire de biologie médicale, en effet, des personnes dépourvues de la qualité d'associé se voient reconnaître les droits financiers habituellement reconnus au seul associé. Ces situations ne doivent cependant pas être confondues et celle du propriétaire ne supportant pas l'aléa social est mieux justifiée.

Les décrets<sup>2274</sup> pris pour l'application aux professions précitées de la loi relative aux sociétés civiles professionnelles<sup>2275</sup> prévoient, en cas de retrait, que « *l'associé titulaire de parts sociales perd, à compter de la publication de l'arrêté constatant son retrait, les droits attachés à sa qualité d'associé, à l'exception toutefois des rémunérations afférentes à ses apports en capital* ». La Cour de cassation a repris cette formule au sujet d'une société d'exercice libéral exploitant un laboratoire de biologie libérale, énonçant que la décision d'exclusion d'un associé prise par l'assemblée « *emporte la perte immédiate de la qualité d'associé et des droits qui s'y attachent, à l'exception, jusqu'au remboursement des droits sociaux, de la rétribution des apports en capital* »<sup>2276</sup> et se fondant pour cela sur les textes peu explicites régissant ce type de sociétés<sup>2277</sup>. Il fallait alors se demander ce que recouvraient exactement les « *rémunérations afférentes aux apports en capital* » et la « *rétribution des apports en capital* ». La privation de la qualité d'associé au moment du retrait devrait commander la perte des droits pécuniaires dès cette date ; la rémunération dont il est question correspondrait alors aux intérêts de la créance de remboursement des apports<sup>2278</sup>. Mais l'expression n'était pas univoque et certains ont soutenu

---

<sup>2274</sup> Art. 31 décret n° 67-868 du 2 octobre 1967 pris pour l'application à la profession de notaire de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 relative aux sociétés civiles professionnelles ; Art. 31 décret n° 69-1274 du 31 décembre 1969 pris pour l'application à la profession d'huissier de justice de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 sur les sociétés civiles professionnelles ; Art. 31 décret n° 69-1057 du 20 novembre 1969 relatif à la profession d'avoué de la loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 relative aux sociétés civiles professionnelles.

<sup>2275</sup> Loi n° 66-879 du 29 novembre 1966 relative aux sociétés civiles professionnelles.

<sup>2276</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 26 mai 2011, n° 10-16894, *Bull. civ. I* 2011, n° 532 ; *JCP éd. E* 2011, n° 26, p. 1499, note H. HOVASSE ; *D.* 2011, p. 1480, note A. LIENHARD.

<sup>2277</sup> Ar. 21 de la loi n° 90-1258 du 31 décembre 1990 ; Art. R. 6212-86 et R. 6212-87 C. santé publ.

<sup>2278</sup> En ce sens, H. HOVASSE, note sous Cass. 1<sup>ère</sup> civ. 17 déc. 2009, *JCP éd. E*, n° 5, p. 1121. V. égal. H. Hovasse, note sous Angers 23 mars 2010, *Dr. sociétés* 2010, n° 6, n° 112 ; note sous Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 sept. 2010, *JCP éd. E* 2010, p. 2028 ; B. THUILLIER, note sous Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, *Deffrénois* 2010, p. 741.



que la rémunération résultait de la conservation de ses droits pécuniaires par le retrayant, malgré la perte de la qualité d'associé<sup>2279</sup>. C'est cette dernière interprétation que la première chambre civile a consacrée récemment en approuvant les juges du fonds d'avoir retenu que « *le retrayant a droit, tant qu'il est titulaire de ses parts, à la rétribution de ses apports en capital et, partant, à sa quote-part dans les bénéfices distribués* »<sup>2280</sup>. Le retrayant, privé de sa qualité d'associé continue donc d'être titulaire des droits financiers.

Si cette situation ne va pas sans rappeler la solution proposée, cette dernière se justifie bien mieux que celle retenue par la Cour de cassation. L'exclusion de l'associé marque en effet la perte de la qualité d'associé, mais également la fin de tout aléa puisque les droits sociaux sont évalués à cette date<sup>2281</sup>. Et si les droits sociaux n'ont pas encore été remboursés, la société s'est engagée à le faire et le retrayant dispose à l'encontre de la société d'un droit de créance, « *créance d'actif net* »<sup>2282</sup>. Il ne court à compter de cette date que le risque subi par tout créancier, tandis que la société ne bénéficie plus de son apport. La solution retenue par la première chambre civile s'explique donc seulement par l'existence d'un texte spécial dans les sociétés civiles professionnelles<sup>2283</sup> et par l'interprétation qui a été faite par cette même chambre d'un texte ambigu dans les sociétés d'exercice libéral ; et elle ne se justifie que par une volonté de protection renforcée des associés retrayants. Le bénéfice des droits pécuniaires reconnu au propriétaire ayant couvert son risque obéit à une logique différente. La couverture de l'aléa est indifférente à la société, tant qu'il en va des droits pécuniaires<sup>2284</sup>. Ce dernier a en effet effectué un apport dont la société continue de disposer et s'engage, formellement, à contribuer aux pertes. La situation sociale demeure ainsi pécuniairement inchangée. Les droits financiers doivent en être la nécessaire contrepartie.

**416. – Conclusion.** Différentes situations pourraient donc advenir. Le plus souvent, l'associé serait le propriétaire. Il a effectué un apport pour son propre compte, et supporte sur son patrimoine personnel le risque de perte et les chances de gain. Plus rarement, le propriétaire ne pourrait être considéré comme associé, tandis qu'un autre, l'apporteur véritable subissant en cette qualité le risque de perte et les chances de gain, le serait. Il en est ainsi du prête-nom<sup>2285</sup>, du

---

<sup>2279</sup> D. GALLOIS-COCHET, note sous Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 oct. 2010, *Bull. Joly* 2011, p. 21.

<sup>2280</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 9 juin 2011, n° 09-69923, *Bull. civ. I* 2011, n° 619 ; D. 2011, p. 1616, note A. LIENHARD ; Regarder si de nouvelles notes sortent.

<sup>2281</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 mars 2004, n° 01-00416, *Bull. civ. I* 2004, n° 88 p. 71 ; *Dr. sociétés* 2004, n° 124, note F.-X. LUCAS ; *JCP éd. E* 2004, n° 40, 1444, note H. HOVASSE.

<sup>2282</sup> H. HOVASSE, notamment note sous Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, *préc.*

<sup>2283</sup> Remarquons que si le texte n'avait pas été interprété ainsi, il se serait révélé superfétatoire. Un texte spécial n'est en effet pas nécessaire pour prévoir qu'un intérêt est dû sur une créance de remboursement. V. D. GALLOIS-COCHET, *note préc.*

<sup>2284</sup> V. *supra* n° 381.

<sup>2285</sup> V. *supra* n° 356.

propriétaire aux fins de garantie<sup>2286</sup> ou de gestion<sup>2287</sup>, ou encore du propriétaire temporaire qui agit pour compte propre<sup>2288</sup>. Parfois, encore, le propriétaire a effectivement effectué un apport et subit apparemment l'aléa social, mais l'a par ailleurs couvert. Dans ces situations, il perdrait sa qualité d'associé sans que celle-ci ne soit redistribuée.

## B- La sanction du principe

**417. – Présentation.** Afin que le principe proposé soit effectif, il conviendrait de poser une sanction à la fois sûre et dissuasive. Elle se doit d'être sûre en ce qu'elle ne doit pas permettre des annulations d'assemblées qui viendraient troubler démesurément la vie sociale. Elle se doit d'être dissuasive de manière à limiter ces pratiques et par là même à limiter le risque d'annulation des assemblées et de désorganisation de la société. Pour cela, l'annulation facultative des assemblées dans lesquelles le droit de vote a été exercé par des personnes qui n'en étaient pas titulaires semble appropriée. Cette seule sanction est néanmoins insuffisante et doit être complétée.

**418. – L'annulation facultative des délibérations sociales.** L'annulation des délibérations sociales est la sanction la plus évidente du vote de personnes qui ne sont pourtant pas titulaires d'un tel droit : elle permet de rétablir les affaires sociales dans l'état dans lequel elles se seraient trouvées si les votants n'avaient pas exercé un droit qu'ils n'avaient pas. Le caractère facultatif de l'annulation pour le juge permet toutefois de garantir l'opportunité de la solution. Dans les sociétés par actions, il ne s'agit là que de l'application de l'article L. 235-1-2 qui dispose que « *les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions peuvent être annulées* ». La rédaction et la place dans le Code de commerce de cette disposition suggère toutefois qu'elle n'est pas transposable aux autres formes sociales. La nullité facultative découlerait néanmoins du caractère impératif de la disposition violée, aux termes des articles L. 235-1 al. 2 du Code de commerce et 1844-10 al. 2 du Code civil. Remarquons cependant que la signification du terme impératif demeure floue et que le juge conserve un large pouvoir d'interprétation<sup>2289</sup>. En outre, l'annulation des résolutions modifiant les statuts nécessite une disposition expresse, et non seulement impérative<sup>2290</sup>. Garantir une sécurité juridique maximale incite donc à prévoir expressément la sanction.

---

<sup>2286</sup> V. *supra* n° 357.

<sup>2287</sup> V. *supra* n° 356.

<sup>2288</sup> V. *supra* n° 358.

<sup>2289</sup> J.-P. LEGROS, « La nullité des décisions de sociétés », *préc.* V. égal. J. HEMARD, F. TERRE et P. MABILAT, *Sociétés commerciales, ouvr. préc.*, t. 3, n° 732 ; D. GRILLET-PONTON, « La méconnaissance d'une règle impérative de la loi, cause de nullité des actes et délibérations des organes de la société », *art. préc.* V. égal. *supra* n° 298.

<sup>2290</sup> V. récemment Cass. com. 30 mai 2012, n° 11-16272, à paraître au bulletin ; D. 2012, p. 1581, note B. DONDERO ; *Bull. Joly* 2012, p. 615, note A. GAUDEMET ; *Dr. sociétés* août-sept. 2012, p. 22, note M. ROUSSILLE,

**419. – Autres sanctions.** La seule possibilité d'annulation des délibérations sociales est néanmoins insuffisante. Elle est d'une part peu dissuasive. Or la sanction n'a pas uniquement une fonction de réparation. À des fins de dissuasion, deux voies peuvent être empruntées : la privation des droits de vote et une sanction pécuniaire. D'autre part, la violation du principe n'implique pas nécessairement l'exercice du droit de vote, même s'il s'agirait là sans doute du mode le plus courant, et sans doute le plus problématique, de violation. Toute personne qui exercerait les droits réservés aux associés par la loi ou les statuts en se présentant faussement comme tel enfreindrait la règle. Il convient donc de prévoir une sanction qui conserve son sens et son utilité lorsque le droit de vote n'a pas été exercé : une privation des droits de vote ou une sanction pécuniaire.

La privation des droits de vote est une sanction particulièrement dissuasive, ainsi que la pratique des franchissements de seuils l'a montré<sup>2291</sup>. Toutefois, la personne ayant voté n'est pas nécessairement titulaire par ailleurs de droits de vote dont elle pourrait être privée. Cette sanction ne peut donc constituer qu'un complément à une sanction pécuniaire. Elle pourrait être rapprochée de celle qui s'applique au mandataire qui viole certaines des obligations que la loi met à sa charge<sup>2292</sup>. Il est, en effet, prévu que celui qui ne déclare pas ses conflits d'intérêts ou celui qui procède à une sollicitation de mandats sans publier sa politique de vote peut se voir priver de sa possibilité de participer aux assemblées en qualité de mandataire<sup>2293</sup>. Dans les deux cas, il n'est pas certain que la privation puisse être effective. Mais si la personne concernée entendait continuer de jouer un rôle politique au sein de la société toutefois, elle est dissuasive. Outre que cette sanction n'est pas suffisante, elle ne peut jouer dans toutes les sociétés. La privation des droits de vote est en effet acceptable dans les sociétés ouvertes dont l'associé peut sortir aisément et où sa responsabilité ne peut être engagée indéfiniment<sup>2294</sup>. La sanction n'est donc pas envisageable dans les sociétés à risque illimité et demeure peu désirable dans les sociétés autres que les sociétés cotées.

Une sanction pécuniaire paraît donc une solution souhaitable pour assurer l'efficacité du principe posé, à côté de la possibilité d'annulation judiciaire des assemblées et d'une privation facultative du droit de vote dans les sociétés cotées. Remarquons que, dans ces dernières, elles ne seraient pas exclusives d'éventuelles sanctions administratives prononcées par l'AMF.

---

dans lequel la Cour de cassation refuse d'annuler une modification statutaire adoptée en violation des dispositions relatives aux règles de majorité, au motif que la nullité n'était pas prévue par les textes.

<sup>2291</sup> V. *supra* n° 342.

<sup>2292</sup> V. *supra* n° 298.

<sup>2293</sup> Art. L. 225-106-3 C. com.

<sup>2294</sup> V. égal. sur ce point *supra* n° 96.

**420. – Conclusion.** La consécration d'un principe général liant la qualité d'associé à l'aléa social constitue une solution adaptée aux difficultés soulevées par les pratiques de dissociation de l'aléa et du droit de vote. Le principe posé, il convient d'en examiner la mise en œuvre pratique.

## **Section 2 – Mise en œuvre du principe de l'aléa social**

**421. –** Le principe d'une attribution du droit de vote fondée sur l'aléa social se caractérise par sa généralité. Sa mise en œuvre garantirait ainsi un encadrement exhaustif des pratiques de dissociation du vote et de l'aléa (I). Cette généralité rend néanmoins nécessaire l'adoption de mesures spécifiques permettant d'assurer l'effectivité du système (II).

### **I- L'exhaustivité de l'encadrement garantie par la généralité du principe**

**422. –** Contrairement aux solutions correctives proposées jusqu'alors, le principe posé aurait une portée générale<sup>2295</sup>. Il couvre à la fois les mécanismes de dissociation et de couverture et ne se limite pas aux sociétés cotées. Il ferait ainsi obstacle au vote vide. Mais l'application de ce principe permettrait également de mieux appréhender des situations plus classiques, pour lesquelles la difficulté ne réside pas tant dans l'attribution du droit de vote que dans la qualification d'associé.

Nous envisagerons les hypothèses où la qualification d'associé pose problème sans que l'attribution du droit de vote ne suscite de difficultés (A), puis celles où c'est avant tout l'attribution du droit de vote qui est en jeu (B). Dans ces derniers cas, l'application du critère de l'aléa social aurait des effets plus énergiques, induisant une réattribution de la qualité d'associé et des prérogatives sociales.

#### **A- Application aux hypothèses où la qualification d'associé fait difficulté**

**423. –** Le critère de l'aléa social permet de résoudre les difficultés rencontrées dans les hypothèses où la qualité d'associé est incertaine. Il permet d'abord de trancher qui du nu-propriétaire ou de l'usufruitier a la qualité d'associé (1). Il permet encore de déterminer si l'associé dont le droit de vote est suspendu conserve sa qualité (2). Il rend enfin possible la vente de droits sociaux avec réserve de propriété (3).

---

<sup>2295</sup> V. *supra* n° 403.

## 1. Le démembrement de propriété

**424.** – Qui de l'usufruitier ou du nu-proprétaire a la qualité d'associé ? Nous avons déjà abordé la question et montré que la référence au critère de la propriété ne permettait pas d'y apporter une réponse satisfaisante : la qualité de propriétaire de l'usufruitier fait débat<sup>2296</sup>. La mise en œuvre du critère de l'aléa social (a) permet de résoudre la difficulté et d'apprécier les règles d'attribution du droit de vote posées par la loi et la jurisprudence (b).

### a. Aléa social

**425. – Qualité d'apporteur.** Afin de savoir qui du nu-proprétaire ou de l'usufruitier supporte l'aléa social, il convient d'abord de définir qui est apporteur, dans l'objectif de déterminer celui qui court effectivement le risque de perte.

Une partie de la doctrine avance que l'usufruitier n'est pas associé à défaut d'être apporteur<sup>2297</sup>. Les arguments avancés sont doubles.

Le premier réside dans l'idée que seul le nu-proprétaire aurait, en pratique et initialement, effectué un apport<sup>2298</sup>. Pourtant, de nombreux contre-exemples ont été mis en lumière<sup>2299</sup>, ne serait-ce qu'en cas de cession de droits sociaux avec réserve d'usufruit : c'est alors l'usufruitier qui a initialement réalisé l'apport. Ce raisonnement, en outre, ne convainc pas. Car il conduit à admettre que seuls ceux qui ont effectué un apport lors de la constitution de la société ou lors d'une augmentation de capital sont apporteurs<sup>2300</sup>. Il existe pourtant une autre manière d'acquérir cette qualité : en succédant aux droits d'un autre apporteur. La question est alors de déterminer si l'usufruitier comme le nu-proprétaire succèdent aux droits du propriétaire initial lors du

---

<sup>2296</sup> V. *supra* n° 155.

<sup>2297</sup> A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 20 et s. et n° 248 et s. ; J.-P. CHAZAL, « L'usufruitier et l'associé », *Bull. Joly* 2000, p. 923 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN et avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1086 ; J.-J. DAIGRE, note sous Cass. com. 4 janvier 1994, *Bull. Joly* 1994, p. 249 ; Y. REINHARD, obs. sous Trib. Roanne 13 sept 1991, *RTD com.* 1992, p. 202 ; M. ROTONDI, « L'usufruit des actions et l'augmentation du capital avec émission de nouvelles actions en option », in *Mélanges en l'honneur de P. Roubier*, Dalloz & Sirey, 1961, p. 233 ; H. HOVASSE, « Le démembrement des droits sociaux », *Dr. sociétés, Actes pratiques* 1994, n° 15, p. 2. V. égal. M.-C. MONSALLIER, *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société*, préf. A. Viandier, LGDJ, 1998, n° 392 et s.

<sup>2298</sup> V. par ex. R. KADDOUCH, note sous Cass. com. 22 févr. 2005, *JCP éd. E* 2005, n° 25, p. 968 ; *Le droit de vote de l'associé*, ANRT, 2003, p. 418 et s. V. égal. M. COZIAN, « Du nu-proprétaire ou de l'usufruitier, qui a la qualité d'associé », *JCP éd. E* 1994, n° 28-29, 374.

<sup>2299</sup> J. DERRUPE, « Un associé méconnu : l'usufruitier de parts ou actions », *Deffrénois* 1994, n° 18, p. 1137 ; F.-X. LUCAS, note sous Cass. 3<sup>ème</sup> civ. 29 nov. 2006, *Bull. Joly* 2007, p. 923 ; P. LE CANNU, note sous 29 nov. 2006, *Deffrénois*, n° 9, p. 676 ; A. RABREAU, *L'usufruit des droits sociaux*, Préf. J. Hallouin, Litec, 2006, n° 173.

<sup>2300</sup> V. L. GODON, « Un associé insolite : le nu-proprétaire de droits sociaux », *Rev. sociétés* mai 2010, p. 143 ; F.-X. LUCAS, *préc.*

démembrement de propriété, et lorsque ce dernier n'est autre que l'usufruitier, s'il conserve cette qualité ou la transfère au nu-proprétaire<sup>2301</sup>.

Un second argument consiste en l'affirmation selon laquelle seul le nu-proprétaire est apporteur car il peut seul être considéré comme propriétaire<sup>2302</sup>. Il se fonde sur deux présupposés. D'une part, seul le nu-proprétaire est propriétaire : l'hypothèse d'un véritable démembrement est refusée. D'autre part, l'apporteur est nécessairement le propriétaire des parts ou actions. Ces deux points méritent d'être discutés. Que seul le nu-proprétaire soit propriétaire, nous l'avons vu, est contesté<sup>2303</sup>. La thèse du démembrement, qui admet que ni le nu-proprétaire, ni l'usufruitier ne peuvent être considérés comme de véritables propriétaires, est tout aussi convaincante. On peut ensuite s'interroger sur la justification de l'affirmation selon laquelle seul le propriétaire est apporteur. La qualité d'apporteur du propriétaire des titres ne fait nul doute, en principe, lorsqu'il les a souscrits à la constitution de la société ou lors d'une augmentation du capital. Il a, dans ce cas, reçu ses titres en contrepartie de son apport : sa propriété témoigne de son apport. Il en va autrement lorsque le propriétaire a acquis ses titres d'un précédent associé. Il n'a pas, alors, concrètement, effectué d'apport. Cependant, le nouveau propriétaire succède aux droits du cédant et acquiert ainsi la qualité d'apporteur : si la société est dissoute, il pourra récupérer l'apport effectué par l'apporteur initial. Parce que les parts ou actions constituent la contrepartie de l'apport, leur propriété laisse supposer l'apport ; pour autant, affirmer que seul le propriétaire est un apporteur est un raccourci. La question demeure donc : l'usufruitier succède-t-il dans les droits de l'apporteur antérieur ? Ne pourrait-on affirmer que l'usufruitier a un droit sur l'apport, ce qui lui confère la qualité d'apporteur ? Alors rien ne justifierait qu'en cas de démembrement, le nu-proprétaire, même considéré comme un propriétaire, soit seul qualifié d'apporteur. Un droit réel d'usufruit sur la part ou l'action pourrait tout aussi bien témoigner de l'apport effectué initialement.

La question de savoir qui du nu-proprétaire ou de l'usufruitier a effectué l'apport, posée *in abstracto*, n'a en réalité pas de sens. Il convient non de débattre du point de savoir qui a effectué l'apport *ab initio*, mais plutôt de se demander qui du nu-proprétaire ou de l'usufruitier a, concrètement, un droit sur cet apport – ce dont on pourra déduire la qualité d'apporteur. Si la société survit à l'usufruit, il est certain que seul le nu-proprétaire récupérera son apport à la dissolution de la société. Cependant, l'usufruit ayant pris fin, il recouvrera son apport non en sa qualité de nu-proprétaire mais en sa qualité de propriétaire. La question n'est donc pas là. Il faut déterminer qui récupère l'apport si la société est dissoute pendant la durée de l'usufruit ou en cas

---

<sup>2301</sup> Rappr. P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 245.

<sup>2302</sup> A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 248 et s. ; J.-P. CHAZAL, *art. préc.*

<sup>2303</sup> V. *supra* n° 157.

de remboursement en cours de vie sociale. Lorsque la chose, objet du démembrement, disparaît, l'usufruit s'éteint. Il n'en va cependant pas ainsi lorsque la disparition ouvre droit à une indemnité d'assurance, à des dommages-intérêts, à une indemnité en cas d'expropriation pour cause d'utilité publique<sup>2304</sup>... Dans ce cas, l'usufruit se reporte sur les sommes subrogées à la chose perdue et se transforme en quasi-usufruit. Il convient d'appliquer ces principes en matière de droits sociaux. Ainsi, en cas de remboursement du capital suite au rachat des titres ou suite à la dissolution de la société, les titres disparaissent et l'usufruit se reporte sur les sommes perçues<sup>2305</sup>. Le nu-proprétaire n'en acquiert donc pas une propriété pleine et entière. Au contraire, les sommes feront l'objet d'un quasi-usufruit dont l'usufruitier profitera jusqu'à son extinction. Plus souvent, dès la dissolution ou dès le rachat des titres, les sommes perçues seront conventionnellement réparties entre le nu-proprétaire et l'usufruitier, ce qui mettra immédiatement fin à l'usufruit<sup>2306</sup>. Similairement, en cas d'amortissement du capital, les sommes remboursées ne bénéficieront pas directement au nu-proprétaire, mais viendront accroître l'assiette de l'usufruit<sup>2307</sup>. L'usufruitier a donc, comme le nu-proprétaire, un droit sur l'apport. Il n'y a pas moins de sens à qualifier l'usufruitier d'apporteur que le nu-proprétaire. Le démembrement se reporte finalement sur l'apport et les deux peuvent être qualifiés d'apporteurs, que l'usufruitier soit considéré comme propriétaire ou non<sup>2308</sup>.

La perte de l'apport pèse à la fois sur le nu-proprétaire et l'usufruitier. Examinons le sort des autres composantes de l'aléa social.

**426. – Dépréciation ou appréciation des droits sociaux.** Une dépréciation ou une appréciation des titres affectent tout à la fois le nu-proprétaire ou l'usufruitier. En effet, la nue-propriété peut être cédée pendant la durée de l'usufruit, l'usufruitier conservant son droit réel<sup>2309</sup>. L'usufruitier peut également céder l'usufruit portant sur les droits sociaux<sup>2310</sup>. Les titres peuvent encore être cédés en pleine propriété, d'un commun accord par le nu-proprétaire et l'usufruitier. Il y aura alors constitution d'un quasi-usufruit, ou l'usufruit prendra fin et les sommes seront

---

<sup>2304</sup> V. F. TERRE et PH. SIMLER, *Droit civil – Les biens*, 7<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2006, n° 842.

<sup>2305</sup> H. HOVASSE, « Le démembrement des droits sociaux », *art. préc.* ; P. SAUTAI, *L'usufruit de valeurs mobilières*, Dalloz, 1925; A. LE BAYON, *art. préc.*, spéc. n° 24. Adde M. LECENE, *Les parts et actions d'une société commerciale qui appartiennent à plusieurs personnes*, th. Bordeaux 1, 1992, n° 171. V. égal. Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 8 mars 1988, n° 86-11144, *Bull. civ.* I 1988, n° 67, p. 44 ; *Rev. sociétés* 1988, p. 409, note A. VIANDIER.

<sup>2306</sup> F. TERRE et PH. SIMLER, *préc.* ; F. ZENATI, « Usufruits de droits sociaux », *art. préc.*, n° 282 et n° 527 et s.

<sup>2307</sup> P. SAUTAI, *ouvr. préc.*, n° 26 et s. Il en est également ainsi des actions acquises par l'exercice du droit préférentiel de souscription. V. L. AYNES, « Usufruit et droit d'usage des actions de société », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 593.

<sup>2308</sup> Rapp. notamment P. LE CANNU, *note préc.* sous Cass. com. 4 janv. 1994 ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 247.

<sup>2309</sup> Art. 621 al. 2 C. civ.

<sup>2310</sup> Art. 595 al. 1 C. civ.

réparties entre eux<sup>2311</sup>. Dans tous ces cas, l'aléa résultant de la dépréciation ou de l'appréciation des titres est réparti. À défaut de cession pendant l'usufruit, seul le nu-proprétaire, en sa qualité de propriétaire, pourra voir ce risque se réaliser, une fois acquise la pleine propriété des titres. Durant l'usufruit cependant, l'appréciation ou la dépréciation affecte le patrimoine de chacun.

**427. – Autres gains.** Quant aux dividendes, leur nature de fruits<sup>2312</sup> justifie qu'ils soient perçus par l'usufruitier aux termes de l'article 582 du Code civil<sup>2313</sup>. Ceci semble d'ailleurs valoir qu'ils soient distribués en numéraire ou en actions<sup>2314</sup>, la jurisprudence ne faisant pas de distinction au sein des dividendes. La solution doit être étendue au *boni* de liquidation qui a la même nature que le dividende. Les sommes versées dans le cadre d'une distribution de réserves sont également qualifiées de dividendes par l'article L. 232-11 al. 2 du Code de commerce, et constituent ainsi des fruits<sup>2315</sup>, bénéficiant au seul usufruitier.

Il en est autrement des sommes perçues au titre de l'amortissement du capital. L'amortissement est en effet un produit en ce qu'il entame la substance de l'action puisqu'il constitue un remboursement partiel ou intégral des apports. Les sommes distribuées bénéficient donc *in fine* au nu-proprétaire, devenu propriétaire, mais viennent élargir l'assiette de l'usufruit pendant la durée de celui-ci<sup>2316</sup>. Il en va de même du droit préférentiel de souscription<sup>2317</sup> : s'il est exercé, les actions nouvelles – ou plus précisément une quote-part seulement des actions nouvelles correspondant à la valeur des droits de souscription, les titres nouveaux étant attribués à titre onéreux – sont soumises à l'usufruit ; s'il est vendu, le prix l'est également<sup>2318</sup>.

**428. – Responsabilité illimitée.** La question de la responsabilité illimitée est plus délicate. En effet, l'obligation de contribuer aux pertes pèse sur les associés<sup>2319</sup>. Mais pour savoir qui du nu-proprétaire ou de l'usufruitier est associé, ne faudrait-il pas justement savoir qui subit l'aléa

---

<sup>2311</sup> Art. 621 al. 1 C. civ.

<sup>2312</sup> V. *supra* n° 174.

<sup>2313</sup> De même, dans les sociétés qui ont pour but de réaliser une économie, cette économie bénéficie à l'usufruitier. Il en est ainsi, dans les sociétés coopératives, des intérêts versés en rémunération du capital et des ristournes versées en rémunération de l'activité.

<sup>2314</sup> V. *supra* n° 174.

<sup>2315</sup> V. sur cette question, les développements effectués en matière de vente à réméré, *supra* n° 174.

<sup>2316</sup> Art. L. 225-149 al. 3 C. com., en matière de sociétés anonymes.

<sup>2317</sup> V. sur cette question, M. ROTONDI, « L'usufruit des actions et l'augmentation du capital avec émission de nouvelles actions en option », *art. préc.*

<sup>2318</sup> Art. L. 225-140 C. com., en matière de sociétés anonymes. Les titres ne sont soumis à usufruit qu'à concurrence de la valeur de la souscription.

<sup>2319</sup> Art. L. 221-1 C. com. en matière de SNC : « *Les associés en nom collectif ont tous la qualité de commerçant et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales* ». Art. 1857 C. civ. en matière de sociétés civiles : « *A l'égard des tiers, les associés répondent indéfiniment des dettes sociales à proportion de leur part dans le capital social à la date de l'exigibilité ou au jour de la cessation des paiements* ».



social ? La détermination de la charge de l'aléa social exige de connaître les modalités de la contribution aux pertes, tandis que la fixation de ces dernières suppose de savoir sur qui pèse l'aléa...

Pour surmonter cet obstacle, il faut s'interroger sur ce qui fonde l'engagement de la responsabilité des associés. La protection des créanciers est à la base du mécanisme. À défaut d'obtenir le paiement de leurs créances par la société, ils doivent pouvoir les recouvrer auprès des associés, en vertu de l'adage « *ubi emolumentum, ibi onus* ». En matière de démembrement, le nu-proprétaire comme l'usufruitier bénéficient des gains faits par la société : la logique imposerait que tous deux voient leur responsabilité engagée à l'égard des créanciers. En outre, la responsabilité indéfinie des associés s'explique également du fait de leur participation à la gestion de la société. Les dettes ne sont que la conséquence de leurs actes : ceux qui participent à la prise de décision supportent les pertes. Dans ce cas encore, usufruitier et nu-proprétaire sont susceptibles d'intervenir dans la prise de décision sociale. La notion d'apparence doit encore être prise en compte<sup>2320</sup>. Le créancier est fondé à croire que tous ceux qui prennent part aux décisions sociales et avec qui il est amené à traiter sont tenus indéfiniment en tant qu'associés. L'impératif de protection des créanciers imposerait donc qu'ils puissent se retourner indifféremment contre l'usufruitier ou le nu-proprétaire. L'ordre public sociétaire prime ici sur le droit des biens. Il en résulte que l'usufruitier comme le nu-proprétaire devraient être tenus indéfiniment des dettes sociales.

Cependant, seul le problème de l'obligation aux dettes est ici résolu, et non celui de la contribution aux pertes. Le droit des sociétés ne se préoccupe pas, en réalité, de la répartition des dettes dans la relation entre usufruitier et nu-proprétaire. Celles-ci sont régies par le droit des biens. La difficulté réside dans la nécessité de transposition de règles non adaptées aux droits sociaux. Le Code civil répartit les charges entre l'usufruitier et le nu-proprétaire selon qu'il s'agit de réparations d'entretien ou de grosses réparations<sup>2321</sup>. Il faut alors déterminer, au cas par cas, ce qui sera considéré, en matière sociale, comme relevant des unes ou des autres et de répartir les charges entre les protagonistes<sup>2322</sup>. Quoi qu'il en soit, chacun contribuera aux pertes.

---

<sup>2320</sup> L'idée d'apparence est récurrente lorsqu'il s'agit des relations entre société et créancier. Ainsi, elle joue lorsqu'il s'agit de savoir si des actes passés par le gérant *ultra vires* engagent la société. Elle justifie encore les règles régissant l'inclusion du nom des associés dans la dénomination sociale, même si celles-ci sont aujourd'hui peu nombreuses.

<sup>2321</sup> Art. 605 C. civ.

<sup>2322</sup> V. A. BALLOT-LÉNAT, *art. préc.*

L'usufruitier comme le nu-proprétaire peuvent donc être qualifiés d'apporteurs et l'aléa social est réparti entre eux<sup>2323</sup>. Le démembrement des droits sociaux se répercute sur le sort de l'apport et sur la charge de l'aléa social. On en déduit que la qualité d'associé doit leur être reconnue.

## b. Droit de vote

**429. – Usufruit, aléa social et droit de vote.** La répartition légale et jurisprudentielle du droit de vote peut être appréciée à l'aune de ces observations. L'aléa social étant réparti entre l'usufruitier et le nu-proprétaire, l'ordre public sociétaire impose que le droit de vote le soit également. La société n'a, en effet, normalement pas à connaître des divisions de la propriété de ses titres. Aussi, dans l'indivision de droits sociaux, n'a-t-elle à faire qu'à un représentant des indivisaires. Il ne peut, cependant, en être ainsi que parce que les fondements de la construction sociale ne sont pas remis en cause : dans l'indivision, chacun jouit de droits concurrents, les intérêts des indivisaires sont donc présumés alignés. Il en va différemment dans l'usufruit où usufruitier et nu-proprétaire n'ont pas des droits concurrents mais complémentaires. La société, et le législateur, ne peuvent donc se désintéresser de la situation. Certes, aucun des deux ne s'est totalement départi de l'aléa social. Pour autant, chacun ne subit qu'une partie de cet aléa, qui est lui aussi « démembré ».

Pour que les intérêts des votants puissent encore être présumés alignés<sup>2324</sup>, le droit de vote doit être réparti entre l'usufruitier et le nu-proprétaire selon l'intérêt qu'ils détiennent à l'occasion de chaque décision<sup>2325</sup>. La répartition du droit de vote ne tient donc pas uniquement au fait de savoir si l'exercice du droit de vote relève de l'usage des titres<sup>2326</sup> et bénéficie en conséquence à l'usufruitier, en vertu du droit des biens. Elle est avant tout une problématique de droit des sociétés. Mais les deux domaines sont intimement liés puisque les prérogatives reconnues par le droit des biens à l'usufruitier influent sur l'appréciation de la charge de l'aléa social.

---

<sup>2323</sup> Contra A. TADROS, *th. préc.*, n° 158.

<sup>2324</sup> V. *supra* n° 103.

<sup>2325</sup> V. P. DIDIER, note sous 2 mars 1994, *Rev. sociétés* 1995, p. 41 : « Or le droit de vote est la garantie et l'accessoire des droits et des risques pécuniaires de l'associé. Usufruitier et nu-proprétaire doivent donc être associés aux délibérations qui touchent à leurs droits et à celles-là seulement ».

<sup>2326</sup> Considérant que le droit de vote relève de l'usage : V. par ex. E. COPPER ROYER, *Traité des sociétés anonymes*, 4<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1931, n° 371 ; CH. HOUPIN et H. BOSVIEUX, *ouvr. préc.*, n° 1125, p. 307. Considérant que le droit de vote relève de la substance même des titres : V. par ex. R. ROUSSEAU, *Des sociétés commerciales françaises et étrangères*, t. 1, éd. A. Rousseau, 1912, n° 2326 ; CH. LYON CAEN et L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 2<sup>ème</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., 1929, LGDJ, n° 845. Considérant que le vote intéresse, l'usus, le fructus ou l'abusus, selon la décision sur laquelle il porte : V. par ex. proposant de distinguer entre assemblée ordinaire et extraordinaire, P. PIC, *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 3, *ouvr. préc.*, n° 1275.

Du point de vue social, donc, le droit de vote doit être réparti selon les intérêts de chacun<sup>2327</sup> et les intérêts de chacun résultent de la répartition des droits sur l'objet du démembrement, telle qu'opérée par le Code civil. Les intérêts de l'usufruitier et du nu-proprétaire sont cependant imbriqués : distinguer qui doit voter dans chaque cas s'avère extrêmement complexe. Mais le législateur ne peut dresser un inventaire exhaustif des types de décisions sociales et attribuer dans chaque cas le droit de vote à l'un ou à l'autre. Seule une approche globale est envisageable. Une première solution consiste à considérer que toute décision est susceptible de porter atteinte à la substance des titres et intéresse donc le nu-proprétaire titulaire, par principe, du droit de vote. Il n'en est autrement que lorsque la décision a directement trait à la distribution des fruits. Dans ce cas, le droit de vote est attribué à l'usufruitier. C'est là la conception du législateur de 1978<sup>2328</sup>. Une deuxième approche consisterait à soutenir que seules les décisions les plus importantes influent sur la substance et sont donc réservées au nu-proprétaire. Une manière simple mais arbitraire<sup>2329</sup> de distinguer ces décisions des moins significatives est de calquer la répartition des décisions en assemblées ordinaire et extraordinaire. C'est ce qu'a fait le législateur de 1966<sup>2330</sup>.

En réalité, aucune de ces conceptions ne s'impose *in abstracto*. Les intérêts des parties, la « substance », ou encore « l'usage », varient selon le type de société et selon les objectifs qu'usufruitier et nu-proprétaire poursuivent par la détention de titres<sup>2331</sup>. C'est pourquoi le législateur n'a posé qu'un guide à l'intérieur duquel une marge de manœuvre est réservée aux associés<sup>2332</sup>. Celle-ci a été expressément ménagée pour faciliter la constitution d'usufruit et, ainsi,

---

<sup>2327</sup> Une attribution conjointe du droit de vote à l'usufruitier et au nu-proprétaire semble en revanche exclue. Le démembrement de droits sociaux ne saurait affecter la structure sociale en modifiant la répartition des pouvoirs telle qu'elle est prévue par la loi et les statuts. L'arrêt du 2 mars 1994 (Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 2 mars 1994, n° 91-21696) de la Cour de cassation a pu semer le doute en ce qu'elle a refusé de prononcer la nullité de la décision à laquelle avaient participé le nu-proprétaire et l'usufruitier. Toutefois, elle ne se fonde pour cela que sur l'absence de caractère impératif de l'article 1844 al. 3. Or seule une violation d'une disposition impérative peut fonder la nullité d'une délibération, aux termes de l'article 1844-10. La Cour n'affirme donc pas *a contrario* la validité d'une telle pratique (V. toutefois, H. HOVASSE et R. MORTIER, « L'usufruit de droits sociaux », *art. préc.*). V. P. DIDIER, *note préc.* ; T. BONNEAU note sous Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 2 mars 1994, *Dr. sociétés* mai 1994, n° 85 ; J.-P. GARÇON, note sous Cass. com. 4 janv. 1994 et Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 2 mars 1994, *JCP éd. N* 1994, p. 269.

<sup>2328</sup> Art. 1844 al. 3 C. civ.

<sup>2329</sup> V. R. KOERING-JOULIN et D. SCHMIDT, « L'article 163, alinéa 1, de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales », in *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, t. 1, Librairies techniques, 1974, p. 135.

<sup>2330</sup> L. 225-110 al. 1 C. com. (dans les sociétés anonymes).

<sup>2331</sup> V. sur la notion de substance notamment, A.-V. LE FUR, « "Concilier l'inconciliable" : réflexions sur le droit de vote des actionnaires », *D.* 2008, p. 2015 ; L. AYNES, « Usufruit et droit d'usage des actions de société », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, *art. préc.* ; Y. PACLOT, « Repenser l'attribution du droit de vote en cas de démembrement de droits sociaux », *JCP éd. E* 2006, n° 6, 1251 ; A. TADROS, *th. préc.*, n° 74 et s.

<sup>2332</sup> V. avant la loi du 5 mai 1988 précisant le caractère facultatif de ces dispositions, KOERING-JOULIN et D. SCHMIDT, *préc.* : « Aussi peut-on remettre en cause l'opinion défendue par un grand nombre d'auteurs, qui concluent au caractère impératif de ce texte. En effet, dans la mesure où l'article 163 al. 1 contient des dispositions partiellement satisfaisantes, il est difficilement acceptable que ces dernières puissent s'imposer impérativement aux intéressés ».

la transmission d'entreprise<sup>2333</sup>. Pour autant, cette liberté laissée aux associés doit s'exercer sous la double limite des impératifs du droit des sociétés et du droit des biens. L'ordre public sociétaire prime le droit des biens ; sous cette réserve toutefois, les dispositions régissant le démembrement de propriété trouvent à s'appliquer. Le droit des biens impose que l'usufruitier puisse, au moins, voter les décisions qui intéressent directement la distribution de fruits et qu'un droit de surveillance soit réservé au nu-proprétaire<sup>2334</sup>. On comprend donc que le juge ait affirmé que l'usufruitier ne peut être privé du droit de décider de l'affectation des bénéfices<sup>2335</sup>. On comprend également que le nu-proprétaire, s'il peut être privé du droit de vote, doit se voir accorder un droit de participation<sup>2336</sup>. Cette solution a été motivée par la Cour de cassation par le recours à l'article 1844 al. 1 du Code civil mais s'impose également du fait du droit de surveillance du nu-proprétaire. Ces principes se justifient, par ailleurs, par les impératifs du droit des sociétés. Ainsi lorsque les intérêts de l'un d'eux sont directement concernés, l'intéressé, et seul celui-ci, doit pouvoir voter. Inversement, si l'un d'eux risque de favoriser son intérêt personnel plutôt que celui qu'il détient en sa qualité d'associé, le droit de vote doit lui être refusé. Dans le cas d'une dissolution par exemple, les intérêts de l'usufruitier comme du nu-proprétaire sont concernés. La substitution aux titres d'une somme d'argent, ou le cas échéant des apports repris en nature, et la transformation de l'usufruit en quasi-usufruit n'est neutre ni pour le nu-proprétaire ni pour l'usufruitier. Le législateur n'impose donc rien et la situation peut être statutairement réglée. Il en va différemment en matière de distribution de dividendes. L'usufruitier y est directement intéressé. Pour autant, il n'a pas non plus intérêt à mettre à mal les finances de la société. Comme tout associé, il profite d'un juste équilibre entre la rémunération des associés et une mise en réserve favorisant les investissements. Il n'en va pas de même du nu-proprétaire qui n'a pas intérêt à une distribution de dividendes. L'interdiction de la suppression du droit de vote de l'usufruitier pour les décisions intéressant la distribution des bénéfices ne s'explique donc pas uniquement par le droit des biens. Certes, la motivation de la solution posée par la Cour de cassation s'appuie sur l'article 578 du Code civil<sup>2337</sup> : le priver du droit de vote sur ces décisions serait exagérément limiter son droit d'user et de jouir. Mais celle-ci s'explique également dans l'ordre social, puisque c'est parce qu'en vertu de l'article 578 les fruits sont perçus par l'usufruitier que seul ce dernier a un intérêt légitime à voter la délibération. Inversement, le nu-proprétaire peut être privé de tout droit de vote, mais doit pouvoir assister aux assemblées. La Cour de

---

<sup>2333</sup> Loi n° 88-17 du 5 janv. 1988 relative aux fusions et aux scissions de sociétés commerciales et modifiant la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. V. P. LE CANNU, note sous Cass. com. 31 mars 2004, *préc.* ; A. PIETRANCOSTA, « Usufruit et droit des sociétés », *Dr. et patrimoine* mai 2005, n° 135.

<sup>2334</sup> V. F. TERRE et P. SIMLER, *ouvr. préc.*, n° 833.

<sup>2335</sup> Cass. com. 31 mars 2004, *préc.* : « Ayant retenu que la clause litigieuse, en ne permettant pas à l'usufruitier de voter les décisions concernant les bénéfices, subordonnait à la seule volonté des nus-proprétaires le droit d'user de la chose grevée d'usufruit et d'en percevoir les fruits, alors que l'article 578 du Code civil attache à l'usufruit ces prérogatives essentielles, la cour d'appel a, par ce seul motif, légalement justifié sa décision. ». V. *supra* n° 28.

<sup>2336</sup> Cass. com. 4 janv. 1994, *préc.* ; Cass. com. 22 févr. 2005, *préc.* V. *supra* n° 28.

<sup>2337</sup> Cass. com. 31 mars 2004, *préc.*

cassation ne recourt pas au droit des biens pour motiver cette solution mais à l'article 1844 al. 1 du Code civil. Ce fondement, souvent critiqué, justifie l'attribution d'un droit de participation incompressible au nu-proprétaire par l'idée que le nu-proprétaire ne peut se voir totalement exclu du jeu social : le démembrement ne saurait être nié<sup>2338</sup>. Comme tout associé, il est titulaire d'un droit de contrôle qu'il doit être à même d'exercer, même si celui-ci est réduit au minimum. Relevons que le nu-proprétaire ne pourrait se prévaloir d'un abus de jouissance afin de demander la nullité d'une décision sociale<sup>2339</sup>. L'abus de jouissance n'a trait, en effet, qu'aux relations entre nu-proprétaire et usufruitier alors que seule la violation des dispositions impératives ou expresses du droit des sociétés<sup>2340</sup>, l'une des causes de nullité des contrats en général, la fraude et l'abus de majorité<sup>2341</sup> permettent l'annulation d'une délibération<sup>2342</sup>. Il pourra, en revanche, s'informer de la bonne marche sociale et exercer en conséquence les autres prérogatives dont il jouit.

Le législateur et le juge ont donc tenté de préserver l'alignement des intérêts en imposant des règles souples de répartition du vote, qui permettent d'assurer que le titulaire du droit de vote est celui qui subit l'aléa inhérent à chaque décision à laquelle il prend part. Le démembrement de propriété se répercute nécessairement sur l'aléa social et induit une répartition du droit de vote.

**430. – Démembrement de propriété et cession du droit de vote.** Un démembrement de propriété ne saurait pour autant permettre une dissociation déguisée des prérogatives pécuniaires et politiques<sup>2343</sup>. À défaut, lorsque l'aléa social est couvert, la convention<sup>2344</sup> ne crée pas un démembrement de propriété et doit être requalifiée. La cour d'appel de Paris a déjà eu à connaître

---

<sup>2338</sup> V. P. DIDIER, *note préc.*

<sup>2339</sup> V. notamment T. REVET, *note préc.* sous Cass. com. 2 déc. 2008, *Bull. Joly* 2009, p. 116 et *RTD civ.* 2009, p. 137 : « *Même lorsqu'un usufruitier dispose, statutairement, de la possibilité de porter atteinte à la substance de parts sociales, cette possibilité ne vaut que sous l'angle sociétaire : à l'aune du régime de l'usufruit, elle n'existe pas et l'usufruitier doit donc répondre de tout abus de jouissance (C. civ., art. 618). Simplement, la sanction de cet abus n'est pas l'annulation de la délibération mais la déchéance de l'usufruit.* »

<sup>2340</sup> La Cour de cassation paraît d'ailleurs adopter une interprétation relativement restrictive des articles 1844-10 C. civ. et L. 235-1 C. com. V. notamment : Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 13 avr. 2010, n° 09-65538, *Rev. sociétés* 2010, p. 319, note A. LIENHARD ; *Bull. Joly* 2010, p. 821, note A. COURET et B. DONDERO ; Cass. com. 18 mai 2010, n° 09-14855, *Bull. civ. IV* 2010, n° 93 ; *D.* 2010, p. 1345, note A. LIENHARD, p. 2405, note F. MARMOZ et p. 2797, note J.-Cl. HALLOUIN, E. LAMAZEROLLES et A. RABREAU ; *Dr. sociétés* 2010, comm. 156, note M.-L. COQUELET ; *JCP éd. E* 2010, 1562, note A. COURET et B. DONDERO ; *RTD civ.* 2010, p. 553, note B. FAGES ; *Bull. Joly* 2010, p. 651, note H. LE NABASQUE ; *Rev. sociétés* 2010, p. 374, note P. LE CANNU ; Cass. com. 30 mai 2012, n° 11-16272, *préc.*

<sup>2341</sup> Sur l'abus de majorité en matière de démembrement, V. Cass. com. 22 fév. 2005, n° 03-17421, *préc.* (3<sup>ème</sup> moyen), (arrêt d'appel : Rennes 1<sup>re</sup> ch. sect. A, 27 mai 2003, n° 01/07028, *Gérard c/ Consorts Gérard*, *Bull. Joly* 2003, p. 1187, note F.-X. LUCAS) ; Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185, *préc.*

<sup>2342</sup> V. notamment A. CHARVERIAT, « De quelques difficultés relatives à la nullité d'une décision sociale irrégulière », *Rev. sociétés* 2010, p. 212.

<sup>2343</sup> V. sur cette question, R. KADDOUCH, « L'usufruit de droits sociaux, technique de transfert du droit de vote », *Bull. Joly* 2004, p. 189.

<sup>2344</sup> Une telle dissociation ne peut résulter que d'un usufruit conventionnel.

d'une telle situation<sup>2345</sup>. Un associé d'une société à responsabilité limitée avait cédé l'usufruit de ses droits sociaux pour un prix symbolique d'un franc. Le contrat stipulait que le droit de vote serait exercé par l'usufruitier – ce qui n'était pas prohibé en soi, avant la loi de 1966<sup>2346</sup> – et que ce dernier renonçait à ses droits pécuniaires au profit du nu-proprétaire. La situation née de la convention n'avait ainsi rien de commun avec celle régie par les articles 578 et suivants du Code civil. Les juges n'ont pas hésité à la requalifier en cession de droit de vote et à l'annuler : « *une telle cession, qui aboutit à dissocier des droits pécuniaires le droit à l'administration de la société, est nulle d'ordre public, le droit de vote aux assemblées générales constituant l'un des attributs essentiels de la part d'une société à responsabilité limitée, comme de l'action d'une société anonyme* ».

**431. – Conclusion.** L'application du critère de l'aléa social à l'hypothèse d'un démembrement de propriété permet donc de conclure à la qualité d'associé du nu-proprétaire et de l'usufruitier. Le démembrement de propriété a nécessairement une incidence sur la répartition de l'aléa social, qui induit une adaptation de l'attribution du droit de vote.

## 2. Les suspensions du droit de vote

**432. – Présentation.** Certaines décisions anciennes ont induit d'une suspension ou d'une privation du droit de vote l'absence de qualité d'associé du titulaire de droits sociaux<sup>2347</sup>. Nous avons déjà souligné que ce raisonnement était erroné : le droit de vote n'est pas un critère de la qualité d'associé, il en est une conséquence<sup>2348</sup>. Pourtant, ces décisions ont parfois semé le doute. Il est vrai qu'une suppression du droit de vote pourrait avoir pour explication l'absence de qualité d'associé. Aussi est-il intéressant d'examiner les situations de privation du droit de vote à l'aune du critère de l'aléa social.

Les hypothèses de suspension du droit de vote sont nombreuses<sup>2349</sup>. Certaines constituent une sanction : la suspension vient sanctionner la violation d'une règle. D'autres se justifient par

---

<sup>2345</sup> Paris 17 nov. 1965, *préc. V. supra* n° 42.

<sup>2346</sup> *V. supra* n° 6.

<sup>2347</sup> *V. supra* n° 64.

<sup>2348</sup> *V. supra* n° 66 et s.

<sup>2349</sup> *V. sur ce point* A. COURET, « Sur quelques vicissitudes d'une sanction a priori exemplaire : la privation du droit de vote », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, Y. Chaput (sous la dir.), Bruylant, 2011, p. 97 (regroupant les deux hypothèses sous la dénomination sanction).

l'existence d'un conflit d'intérêts, la suspension étant un moyen de prévention. Enfin, nous mettrons à part la suspension du droit de vote en matière d'autocontrôle<sup>2350</sup>.

**433. – Suspensions à titre de sanction.** Il existe de nombreuses hypothèses de suspension du droit de vote à titre de sanction dans les sociétés anonymes<sup>2351</sup>. Ses fonctions varient selon les cas : dissuasion, punition, résorption des effets de la violation d'une obligation. Il s'agit dans tous ces cas, de sanctionner la violation d'une règle de droit, sans que l'on puisse soutenir que l'intéressé n'est plus soumis à l'aléa social, ce dont il résulterait qu'il perdrait sa qualité d'associé.

Il en est ainsi de la suppression du droit de vote en cas de non-déclaration de franchissement de seuils<sup>2352</sup> ou de non-déclaration d'une opération de cession temporaire aux termes de l'article L. 225-126 du Code de commerce. De même, l'initiateur d'une offre publique ne présentant pas son projet de politique industrielle au comité d'entreprise peut encore voir ses droits de vote dans la cible suspendus<sup>2353</sup>. Il en est encore ainsi lorsque des actions devant être mises au nominatif ne l'ont pas été<sup>2354</sup>, n'ont pas été présentées au regroupement<sup>2355</sup> ou lorsque le rapprochement du certificat d'investissement et du certificat de droit de vote n'a pas été déclaré<sup>2356</sup>. Dans toutes ces hypothèses, la violation d'une obligation légale par un non-associé n'induit pas qu'il se soit soustrait à l'aléa social.

Une seule hypothèse mérite que l'on s'y arrête : l'associé peut être privé de son droit de vote en cas de non-libération du capital dans les sociétés anonymes<sup>2357</sup>, alors que le conseil d'administration ou le directoire en ferait la demande<sup>2358</sup>. L'analyse de sa situation montre qu'il continue de supporter l'aléa social et conserve donc sa qualité d'associé. Il manque, en effet, temporairement à ses obligations en omettant de verser les fonds dont il est redevable. Il

---

<sup>2350</sup> V. D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, *ouvr. préc.*, spéc. n° 84 et s. ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 40 et s.

<sup>2351</sup> On exclut ici la sanction prévue à l'article L. 225-106-3 en matière de vote par procuration dans les sociétés anonymes. En effet, cet article ne prive pas l'actionnaire de ses droits de vote mais empêche un mandataire potentiel de se faire consentir des mandats de vote. Il n'est donc pas question de suspension du droit de vote d'un associé mais d'interdiction d'exercer une activité dans une société donnée (V. *supra* n° 298). On exclura également la sanction visant l'intermédiaire inscrit en compte pour un actionnaire étranger qui a manqué à ses obligations d'information lorsque la société a enclenché une procédure d'identification (Art. L. 228-3-3 C. com.). Là encore, la sanction, plus ambiguë, ne vise pas directement l'actionnaire mais l'intermédiaire inscrit pour son compte.

<sup>2352</sup> Art. L. 233-6 et s. C. com.

<sup>2353</sup> L. 2323-24 C. trav.

<sup>2354</sup> Art. L. 225-109 C. com. concernant le dirigeant d'une société dont les titres sont admis sur un marché réglementé qui ne mettrait pas ses actions au nominatif. Art. L. 212-3 II C. mon. fin. en cas de retrait de la cote.

<sup>2355</sup> L. 228-29-3 C. com.

<sup>2356</sup> L. 228-30 al. 6 C. com.

<sup>2357</sup> Art. L. 228-29 C. com.

<sup>2358</sup> Art. L. 225-3 C. com.

demeure néanmoins tenu de libérer son apport, alors même que la sanction aurait été mise en œuvre. La société peut le poursuivre en paiement<sup>2359</sup>, à moins qu'elle ne préfère faire le choix d'une exécution en bourse<sup>2360</sup>. Entre l'appel à la libération et la libération effective ou l'exécution en bourse, l'associé peut donc être considéré comme apporteur, même s'il a manqué à son obligation de libération. En cas de poursuite en paiement, il devra libérer l'apport et verser les intérêts dus. En cas d'exécution en bourse, si le prix de cession est suffisant pour désintéresser la société, le surplus éventuel lui est dû. Dans l'hypothèse inverse, il reste débiteur de la différence. Jusqu'à la cession, il doit donc être considéré comme apporteur. Il profite d'une appréciation et pâtit d'une dépréciation. Quant à ses droits pécuniaires, droit au dividende et droit préférentiel de souscription<sup>2361</sup>, il en est temporairement privé dans l'attente de l'exécution de ses obligations. Mais il a vocation à les recouvrer pour le futur et les droits dont il a été privé ne sont pas nécessairement perdus pour lui. Si la situation se dénoue par la libération de l'apport, il pourra demander le versement des dividendes non prescrits. Il pourra également bénéficier d'un droit préférentiel de souscription si le délai pour son exercice n'est pas échu<sup>2362</sup>. Dans le cas contraire, on comprend aisément que des raisons pratiques s'opposent à ce qu'il puisse en bénéficier. La sanction est incitative. L'associé qui ne libère pas son apport et qui est, en conséquence, privé de droit de vote continue donc de subir l'aléa social et conserve sa qualité. Aussi demeure-t-il titulaire des droits dont les textes ne le privent pas<sup>2363</sup>. La suppression du droit de vote constitue, dans ce cadre, une sanction et revêt un objectif incitatif.

Enfin, on peut mettre à part la suspension du droit de vote (et du droit aux dividendes) en cas de non-respect des formalités de constitution, instaurée par la loi de simplification du droit du 22 mars 2012<sup>2364</sup>. Cette disposition nouvelle sanctionne la violation d'obligations diverses, s'étendant des formalités d'information à l'obligation de réunir l'assemblée constitutive, en passant par l'impératif de souscription intégrale du capital. Elle suscite des interrogations sur les modalités exactes de sa mise en œuvre, en ce qu'elle semble pouvoir s'appliquer à des actionnaires qui ne seraient pas à l'origine de l'irrégularité, les obligations sanctionnées étant essentiellement mises à la charge des fondateurs. Quoi qu'il en soit, la privation vise encore à inciter au respect des formalités de constitution et à priver d'une partie de ses effets une constitution irrégulière. Et,

---

<sup>2359</sup> V. en ce sens : Paris 19 sept. 1991, *D.* 1991, IR, p. 238 ; *Bull. Joly* 1991, p. 1124, note CH. HANNOUN.

<sup>2360</sup> Art. L. 228-27 C. com. V. *supra* n° 96.

<sup>2361</sup> Art. L. 228-29 al. 2 C. com.

<sup>2362</sup> Art. L. 228-29 al. 3. C. com.

<sup>2363</sup> V. en ce sens Lyon 16 janv. 1998, *préc.* *Contra* Paris 24 mai 1974, *préc.* V. sur ces décisions, *supra* n° 64.

<sup>2364</sup> Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives. Art. L. 225-11-1 et art. L. 225-16-1 et s. C. com. V. A. COURET et B. DONDERO, « La loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives – aspects de droit des sociétés (1<sup>ère</sup> partie) », *art. préc.*



là encore, quelle que soit la violation sanctionnée, l'actionnaire continue de supporter l'aléa social et conserve sa qualité d'associé, du moins lorsque la société est considérée comme constituée<sup>2365</sup>.

**434. – Suspension dans les hypothèses de conflit d'intérêts.** La loi française ne supprime pas systématiquement le droit de vote de l'associé qui connaît un conflit d'intérêts à l'occasion d'une délibération sociale<sup>2366</sup>. Souvent, néanmoins, elle s'attelle à le faire. C'est le cas, par exemple, dans certains types de sociétés, en matière de conventions réglementées, d'approbation d'avantages particuliers, de suppression du droit préférentiel dans l'hypothèse d'une augmentation de capital réservée à une ou des personnes nommément désignées, de rachat des droits d'un associé aux termes de l'article L. 235-6 al. 2, d'évaluations des apports en nature, de cession d'un bien par un actionnaire à une société anonyme dans les deux ans de son immatriculation<sup>2367</sup>. Dans ces hypothèses, la privation du droit de vote tend à garantir que la décision adoptée poursuit non l'intérêt personnel d'un associé, mais l'intérêt commun. Toutefois, les associés privés de leur droit de vote continuent évidemment de supporter l'aléa social. À cet intérêt découlant de la titularité de droits sociaux, vient néanmoins s'ajouter un intérêt personnel. Ils conservent donc leur qualité d'associé et les droits qui en découlent, à l'exception du droit de vote.

**435. – Situations d'autocontrôle.** En matière d'autocontrôle, il convient de distinguer l'autodétention des participations réciproques.

Dans les cas d'autodétention, on ne peut soutenir que la société est sa propre associée. Cette affirmation aurait peu de sens et la mise en œuvre du critère de l'aléa social le confirme. La société, d'abord, ne peut être considérée comme ayant effectué un apport. Du moins, à considérer qu'un apport a été effectué<sup>2368</sup>, force est de constater qu'il n'est qu'apparent. Certes, le rachat des titres par la société n'engendre pas une réduction du capital social. Les décisions retenant que le rachat entraînait l'extinction des actions acquises<sup>2369</sup>, par confusion, sont dépassées : la société peut acquérir ses propres actions sans que celles-ci ne s'éteignent et sans même qu'elle ne soit toujours contrainte de les annuler<sup>2370</sup>. Mieux, le législateur s'assure que le rachat n'entame pas le capital social en édictant que « *l'acquisition d'actions de la société ne peut avoir*

---

<sup>2365</sup> V. art. L. 225-8, en matière d'évaluation des apports en nature, considérant la société comme non constituée.

<sup>2366</sup> D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, spéc. n° 84 et s.

<sup>2367</sup> V. *supra* n° 98.

<sup>2368</sup> V. en ce sens A. VIANDIER, *ouvr. préc.*, n° 259 ; R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 740.

<sup>2369</sup> Par ex. TC Versailles, 27 avril 1884, *S.* 1887, I, p. 272.

<sup>2370</sup> Sur la finalité du rachat, art L. 225-107 et s. V. égal. distinguant rachats-remboursements et rachats-cessions, R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 281 et s.

*pour effet d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur à celui du capital augmenté des réserves non distribuables* »<sup>2371</sup>. Pour autant, cet apport n'a pas de réalité économique<sup>2372</sup>. La société aurait tout aussi bien pu choisir de procéder à une réduction de capital : la différence aurait été comptable, mais non économique. Au fil du temps, il a été admis que les droits sociaux ne se résumaient pas à des créances contre la société et des dettes envers elle, ce qui a permis d'écarter le jeu de la confusion en cas de rachat<sup>2373</sup>. Mais si la mécanique juridique en a été changée, la réalité économique de l'opération demeure la même. Aussi un auteur reconnaissant l'existence d'un apport le qualifie-t-il « *d'atypique* » : « *On sait que le rachat de droits sociaux réalise de la part de la société un abaissement de ses capitaux propres, une évasion de valeurs. On arrive alors à cet étrange constat, qu'un apport augmente toujours les capitaux propres d'une société ; qu'une reprise ordinaire d'apport ne la modifie pas (seule change l'identité de l'associé) ; tandis que la reprise de ses apports par la société elle-même la diminue systématiquement* »<sup>2374</sup>. N'est-ce pas reconnaître là que l'apport n'est qu'apparent ? En cas de dissolution de la société, cette dernière ne pourra évidemment récupérer ses apports puisqu'elle a vocation à disparaître. En cours de vie sociale, un amortissement du capital dont elle serait bénéficiaire aurait peu de sens et ne changerait rien à sa situation économique : elle recouvrerait des sommes qu'elle se serait elle-même distribuées. Il en serait de même d'une réduction de capital motivée par des pertes. Quant aux dividendes, la loi en prive explicitement la société<sup>2375</sup>. Cette dernière ne peut non plus bénéficier du *boni* de liquidation.

Le sort du droit préférentiel de souscription est plus complexe. La société ne pourrait en effet l'exercer puisqu'elle ne peut souscrire ses propres actions aux termes de l'article L. 225-206 al. 1. L'article L. 225-210 ouvre donc une alternative : soit l'assemblée générale ne tient pas compte des actions autodétenues pour la détermination des droits préférentiels de souscription, soit les droits préférentiels de la société sont vendus ou répartis entre les actionnaires au prorata des droits de chacun. La société ne subit donc pas l'aléa social et ne doit, en conséquence, pas être dotée de droits politiques<sup>2376</sup>. Remarquons d'ailleurs qu'avant même la loi du 24 juillet

---

<sup>2371</sup> Art. L. 225-210 C. com. V. R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 490 et s.

<sup>2372</sup> V. notamment S. DANA-DEMARET, *Le capital social*, Préf. Y. Reinhard, Litec, 1989, spéc. p. 148 : « (...) *Le capital ainsi détenu par la société elle-même ne correspond plus à une valeur certaine ni en termes de financement ni en termes de garantie, et devient donc partiellement fictif pour la fraction auto-détenue* ».

<sup>2373</sup> V. J.-C. COVIAUX, « L'achat par une société de ses propres actions », in *Dix ans de droit de l'entreprise*, Avant-Propos de J. Mousseron et B. Teyssié, Librairies techniques, Litec, 1978, p. 189. V. égal. faisant l'historique de la réglementation de l'autodétention : J.-J. DAIGRE, « L'autodétention du capital social », in *Quel avenir pour le capital social*, sous la direction de A. Couret et H. Le Nabasque, Dalloz, 2004, p. 11.

<sup>2374</sup> R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 740.

<sup>2375</sup> Art. L. 225-210 al. 4. Sur les distributions exceptionnelles de réserves, V. égal. « Distribution exceptionnelle de réserves : les actions autodétenues en bénéficient-elles ? », *Bull. ANSA*, 2006, n° 5, n° 06-048.

<sup>2376</sup> V. égal. refusant la qualité d'associé à la société : R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 725 et s. V. égal. J. ESCARRA, *Cours de droit commercial*, Sirey, 1952, n° 888 : « *Mais tant qu'elle a les titres en mains, la société ne peut pas être son propre actionnaire* ».

1966<sup>2377</sup> et alors que l'autodétention n'était pas réglementée, certains juges – ceux qui refusaient de retenir qu'il y avait confusion – n'ont pas hésité à priver la société de ses droits politiques<sup>2378</sup> en lui refusant la qualité d'associé. Nous avons raisonné ici à partir des sociétés anonymes, mais la solution est transposable aux autres formes sociales<sup>2379</sup>.

La situation est différente en matière de participations réciproques. Il est vrai que l'apport effectué par une société dans une autre contribuera à permettre à cette dernière de faire elle-même un apport dans la première, de telle sorte qu'il peut sembler que son capital est partiellement fictif, ce qui met à mal sa fonction de gage des créanciers. Pourtant, on ne saurait en déduire que la société n'est pas exposée à l'aléa social. Elle effectue un apport dans la société autocontrôlée, que le jeu des personnalités morales distinctes interdit de considérer comme fictif. Si la société autocontrôlée est dissoute, la société qui y détient une participation récupère son apport ou à défaut subit une perte. Les sommes versées au titre d'un amortissement du capital viennent augmenter son patrimoine. Inversement, une diminution du capital motivée par les pertes l'affecte. De même, elle perçoit les dividendes et le boni de liquidation en cas de dissolution. Quant à l'exercice du droit préférentiel de souscription, il conserve tout son sens : il permet à la société de préserver son pouvoir au sein de la société autocontrôlée et son droit sur les réserves. Malgré la situation d'autodétention, la société continue donc de courir l'aléa social et devrait jouir des droits politiques. La privation du droit de vote n'est donc pas la résultante de l'absence de qualité d'associé. D'ailleurs, elle n'est pas absolue. La société n'est privée de droit de vote que lorsqu'elle est contrôlée directement ou indirectement par la société dont elle détient les actions. Dans ce cas, en effet, le sens dans lequel le vote est exercé est déterminé par la société dont l'assemblée est tenue, et plus précisément par ses dirigeants. Il en résulte une situation de conflit qui motive une suspension du droit de vote. En cas de participations croisées directes, la réglementation est plus stricte. La société est tenue de céder sa participation lorsque l'autre société détient plus de 10 % de son capital. Le délai de régularisation est d'un an. Dans l'attente, la société est privée de droit de vote. Cette privation a un objectif incitatif et permet également de neutraliser l'influence de la société dans ses propres assemblées pendant le délai de régularisation,

---

<sup>2377</sup> V. sur l'apport de la loi : M. POULNAIS, « L'achat de ses propres actions par une société », *RTD com.* 1969, p. 17.

<sup>2378</sup> V. sur ce sujet notamment, P. VEAUX-FOURNERIE, *L'acquisition des ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice*, Préf. G. Houin, Sirey, 1953, spéc. p. 294 et s.

<sup>2379</sup> Seule la question des dividendes différerait, puisque aucun texte, en dehors de l'article L. 225-210, n'interdit expressément à la société de les percevoir. Toutefois, il n'y aurait aucun sens pour la société à le faire : elle percevrait les sommes qu'elle se serait elle-même distribuées. L'opération entraînerait une modification comptable mais non économique.

que la proximité des sociétés rend probable. La société conserve donc la qualité d'associé et les droits qui en découlent, à l'exception de ceux dont elle est expressément privée par la loi<sup>2380</sup>.

**436. – Conclusion.** Le critère de l'aléa social permet de résoudre efficacement les difficultés rencontrées à l'examen des hypothèses de privation du droit de vote, alors qu'il a parfois été soutenu que celui dont le droit de vote était suspendu n'avait pas la qualité d'associé. L'analyse des hypothèses de suspension du droit de vote dans les hypothèses de conflits d'intérêts ou en guise de sanction montre que l'associé ne perd pas sa qualité. Cela signifie notamment qu'il conserve les autres droits attachés à ses parts ou à ses actions, à moins que la loi ne l'en prive expressément. Il en est de même en matière de participations réciproques. L'application du critère de l'aléa social permet en revanche de conclure à l'absence de qualité d'associé de la société détenant ses propres actions.

### 3. La vente avec réserve de propriété

**437. – Présentation.** La vente avec réserve de propriété, nous l'avons vu, est d'une utilité plus réduite en matière sociale que lorsqu'elle porte sur des biens corporels, en ce qu'elle ne permet pas le transfert des prérogatives politiques et pécuniaires. Des obstacles théoriques et pratiques s'opposent à son efficacité<sup>2381</sup>. D'abord, la date du transfert de propriété ne peut pas toujours être fixée librement par les parties. Ensuite, le transfert des prérogatives politiques et pécuniaires résulte du transfert de propriété : il est subordonné à l'inscription en compte ou à la date d'accomplissement des formalités de l'article 1690 du Code civil, selon la forme sociale. Cela prive d'intérêt une clause de réserve de propriété, en mettant l'acheteur non encore propriétaire dans l'impossibilité de bénéficier des prérogatives sociales. Enfin, l'adaptation des règles régissant le transfert de propriété ne suffirait pas à rendre possible une telle clause : il est impossible de dissocier propriété et prérogatives sociales dans un système qui lie propriété et qualité d'associé. Ce dernier obstacle d'ordre théorique sous-tend le second, qui est, lui, d'ordre pratique. Une clause de propriété, lorsqu'elle est possible, est donc inefficace.

**438. – Possibilité d'une clause de réserve de propriété.** Le principe posé, parce qu'il ne lie plus propriété et qualité d'associé, permet la dissociation entre transfert de propriété et transfert des prérogatives sociales. Le dernier obstacle est ainsi surmonté. De même, le second obstacle est levé, encore qu'il conviendrait d'adapter les règles de transfert de propriété. En effet, l'inscription en compte ou l'accomplissement des formalités de l'article 1690 du Code civil ou de formalités

---

<sup>2380</sup> V. A. COURET, « La mise en œuvre des nouvelles dispositions sur l'autocontrôle », *art. préc.*

<sup>2381</sup> V. *supra* n° 144 et s.

équivalentes permettent aujourd'hui à la fois le transfert de propriété et le transfert des prérogatives sociales. Il conviendrait ainsi, pour plus de sécurité, de désormais préciser leur rôle. Le principe posé rendrait donc possible une clause de réserve de propriété portant sur des droits sociaux, du moins dans les sociétés où les parties peuvent fixer la date du transfert. L'acheteur non encore propriétaire pourrait se voir doter des prérogatives sociales.

**439. – Efficacité d'une clause de réserve de propriété.** Pour qu'elle soit efficace, néanmoins, encore faut-il que le principe posé permette l'attribution du droit de vote à l'acheteur. Or nous avons vu que seul ce dernier subit effectivement l'aléa social<sup>2382</sup>. Le vendeur resté propriétaire n'est qu'un créancier. Il n'a ni la volonté de se comporter comme un associé, ni la possibilité d'user comme il l'entend de sa propriété. La mise en œuvre du critère de l'aléa social conduit donc à attribuer la qualité d'associé et les prérogatives qui en découlent à l'acheteur non encore propriétaire.

**440. – Conclusion.** Le critère de l'aléa social permet ainsi d'éclaircir les situations dans lesquelles la qualité d'associé du propriétaire suscitait des interrogations, sans que l'attribution du droit de vote ne soulève de difficulté. Il permet surtout d'appréhender les mécanismes de dissociation de l'aléa et du droit de vote, préalablement dégagés, pour lesquels l'attribution du droit de vote à l'associé ne supportant pas l'aléa est peu satisfaisante.

## **B- Application aux hypothèses où l'attribution du droit de vote fait difficulté**

**441. –** Au-delà des éclaircissements qu'il donne dans les situations où la qualité d'associé est discutée, le critère de l'aléa social a pour mérite de conduire à une réattribution de la qualité d'associé et des prérogatives sociales dans les hypothèses où l'attribution du droit de vote au propriétaire de droits sociaux était injustifiée. Il en est ainsi en matière de propriété-garantie (1), de propriété-gestion (2), de propriété temporaire pour compte propre (3), et de couverture de l'aléa social (4).

### **1. La propriété-garantie**

**442. – Présentation.** Nous avons vu que le créancier bénéficiant d'un transfert de propriété de droits sociaux à titre de garantie ne supporte pas l'aléa social<sup>2383</sup>. Son seul intérêt réside dans le remboursement de sa créance : il court le risque subi par tout créancier. En ce qui concerne les

---

<sup>2382</sup> V. *supra* n° 180.

<sup>2383</sup> V. *supra* n° 357.

affaires sociales, rien ne différencie du créancier nanti, celui bénéficiant d'une fiducie<sup>2384</sup>, d'une garantie financière<sup>2385</sup>, d'une pension<sup>2386</sup> ou d'un transfert de propriété à titre de garantie par le biais de promesses d'achat croisées<sup>2387</sup>. Rien ne justifie donc qu'il soit qualifié d'associé et doté des prérogatives sociales. Il n'est qu'un créancier ordinaire.

**443. – Application du critère de l'aléa social.** Dans cette hypothèse, la mise en œuvre du critère de l'aléa social est simple et emporte deux conséquences. Le propriétaire à titre de garantie est dépourvu de la qualité d'associé puisqu'il n'est plus exposé à l'aléa social. Le débiteur, cédant temporaire, subit l'aléa et conserve en conséquence la qualité d'associé et les droits et obligations qui en découlent.

Le créancier demeure ainsi étranger aux affaires sociales. Seul le débiteur est doté des prérogatives politiques. Les sommes perçues du fait de l'exercice des droits pécuniaires viennent, elles, augmenter l'assiette de la garantie, mais le cédant a vocation à les recouvrer, à l'issue de l'opération ; elles peuvent également être immédiatement restituées. De même, les charges pesant sur les associés incomberont au cédant. Aussi est-ce lui qui engagera sa responsabilité dans les sociétés à risque illimité. C'est également sur lui que pèsera la prohibition des clauses léonines. Notons que le principe proposé rend en cela ces mécanismes plus attractifs qu'ils ne le sont aujourd'hui dans les sociétés à risque illimité. Plus généralement, l'attractivité de ces pratiques est accrue dans tout type de sociétés en ce qu'elle évite au créancier de se lancer dans une activité étrangère à son métier, la gestion de droits sociaux, et de s'exposer au risque d'engagement de sa responsabilité du fait d'une gestion défailante<sup>2388</sup>. Quant aux déclarations de franchissement de seuils dans les sociétés cotées, précisons que la situation est inchangée. Le créancier comme le débiteur devront tenir compte des actions pour le calcul des seuils, l'un parce qu'il est propriétaire, l'autre parce que les actions sont possédées par un tiers pour son compte<sup>2389</sup>.

Il conviendra néanmoins de déterminer les modalités de l'attribution de la qualité d'associé et des prérogatives qui en découlent, au débiteur cédant. Jusqu'à présent, en effet, le transfert de propriété et, en conséquence, le transfert des prérogatives sociales devenaient opposables à la

---

<sup>2384</sup> V. *supra* n° 201 et s.

<sup>2385</sup> V. *supra* n° 196 et s.

<sup>2386</sup> V. *supra* n° 192 et s.

<sup>2387</sup> V. *supra* n° 189 et s.

<sup>2388</sup> Comp. au sujet de la fiducie-sûreté en droit allemand : U. JAHN, « La treuhand dans la pratique bancaire allemande », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *colloque préc.*, p. 61 : « Le transfert de parts de sociétés n'est que rarement effectué au profit de banques universelles qui agiraient en tant que fiduciaires. Elles ne le font que pour leurs meilleurs clients, dans des circonstances exceptionnelles et pour une période limitée. Le risque de mauvaise gestion et les responsabilités vis-à-vis du public sont jugés trop importants. De plus, l'impression que les banques voient leur influence augmentée par ce type d'opérations pourrait créer des problèmes sur le plan politique ».

<sup>2389</sup> Art. L. 233-7 et L. 233-9 du C. com.

société à l'inscription en compte ou lors de l'accomplissement des formalités de l'article 1690, telles qu'aménagées par le Code civil et le Code de commerce, selon la forme sociale. Dissocier le transfert de propriété du transfert des prérogatives sociales impose de préciser la date du transfert et de son opposabilité à la société.

## 2. La propriété-gestion

**444. – Application du critère de l'aléa social.** Dans les cas de propriété-gestion, fiducie-gestion ou portage, le propriétaire détient des droits sociaux qu'il gère pour le bénéfice d'autrui. Il ne subit pas en cela l'aléa social, qui est entièrement assumé par le bénéficiaire de l'opération<sup>2390</sup>. D'un point de vue social, sa situation ne diffère guère de celle d'un mandataire. L'application du critère de l'aléa social a pour effet de le priver de la qualité d'associé au profit de celui pour lequel il agit. Les sommes perçues suite à l'exercice des droits pécuniaires viennent enrichir le patrimoine fiduciaire qui a vocation à revenir au constituant ou au bénéficiaire qu'il a désigné. Les droits politiques bénéficient au seul constituant. En cas d'absence de patrimoine fiduciaire, les sommes enrichissent provisoirement le patrimoine du gestionnaire, dans l'attente de leur restitution. Les obligations inhérentes à la qualité d'associé pèsent également sur ce dernier. Notamment, il engage seul sa responsabilité dans les sociétés à risque illimité.

**445. – Exercice du droit de vote par le gestionnaire.** Une question se pose néanmoins : pourquoi le gestionnaire ne pourrait-il exercer le droit de vote pour le compte du bénéficiaire ? Son exercice s'inscrirait dans son activité de gestionnaire. Ceci est inenvisageable en matière de propriété-garantie. Le droit de vote ne doit en effet pas être exercé dans l'intérêt du créancier mais dans le seul intérêt de l'associé véritable, et par là même, dans l'intérêt commun, au sens de l'article 1833 du Code civil. Il en est tout autrement dans le cas d'une propriété-gestion où l'exercice du droit de vote par le gestionnaire pour le compte de l'associé n'a *a priori* rien d'illégitime.

L'opportunité de l'exercice du droit de vote par le gestionnaire n'est toutefois pas la seule considération à prendre en compte. Il convient de rapprocher les hypothèses de propriété-gestion des modes de gestion de portefeuille traditionnels, aujourd'hui strictement encadrés. Comme ceux-là, les aliénations fiduciaires aux fins de gestion doivent être appréhendées dans un objectif de protection des investisseurs et de la société lorsque la gestion est exercée à titre professionnel.

---

<sup>2390</sup> V. *supra* n° 356.

Seule une étude globale de ces mécanismes permettra ainsi d'apporter une réponse éclairée à cette problématique<sup>2391</sup>.

**446. – Conclusion.** À défaut de réglementation spéciale, le gestionnaire de titres cédés dans le cadre d'une aliénation fiduciaire – quelle que soit sa qualification exacte – ne pourrait donc exercer le droit de vote attaché aux droits sociaux gérés qu'en vertu d'un mandat conféré par l'associé, mandat qui devrait être donné en connaissance de cause, spécial et temporaire, à l'instar du gestionnaire de portefeuille sous mandat.

### 3. La propriété temporaire pour compte propre

**447. – Présentation.** L'application du critère proposé en matière de cession temporaire pour compte propre paraît simple. Il a néanmoins été avancé que la privation de vote de l'emprunteur créait un risque « *d'overvoting* » en cas de cession subséquente. Il convient donc d'examiner cet argument qui, nous le verrons, n'est pas dirimant.

**448. – Application du critère de l'aléa social.** La propriété temporaire pour compte propre recouvre essentiellement l'hypothèse du prêt de consommation et du prêt réglementé par les articles L. 211-22 et s. du Code monétaire et financier, qui est une espèce particulière de prêt de consommation<sup>2392</sup>. Dans cette hypothèse, l'emprunteur entend profiter, pour son compte personnel, des prérogatives attachées à la propriété des titres, et donc potentiellement voter<sup>2393</sup>. C'est en cela l'hypothèse la plus problématique de propriété temporaire. Le propriétaire ne subit en effet aucunement l'aléa social et n'a aucune incitation à voter dans l'intérêt du cédant.

Le propriétaire temporaire, ne supportant pas l'aléa social<sup>2394</sup>, ne doit ainsi pas se voir reconnaître la qualité d'associé, qui ne bénéficie qu'au cédant. Les droits politiques sont attribués au cédant, tandis que les sommes perçues du fait de l'exercice des droits pécuniaires bénéficient temporairement au cessionnaire, à charge pour lui de les restituer immédiatement ou à l'issue de l'opération. Les obligations pécuniaires pèsent également sur le cédant.

**449. – Cession de droits sociaux par le propriétaire.** Une difficulté se pose toutefois lorsque le propriétaire temporaire entend céder ses titres. Dans le cas d'un prêt par exemple, comment admettre que le prêteur puisse voter tout en permettant à l'emprunteur de céder librement les

---

<sup>2391</sup> V. *infra* n° 518.

<sup>2392</sup> V. *supra* n° 175.

<sup>2393</sup> V. notamment sur la distinction entre le prêt et la pension, *supra* n° 195.

<sup>2394</sup> V. *supra* n° 175.



titres ? Le prêteur conserve-t-il son droit de vote lorsque l'emprunteur cède à son tour ses titres ? Admettre une telle solution aboutirait à ce que le droit de vote attaché à une même action soit exercé plusieurs fois, situation dénommée « *overvoting* » dans la littérature anglo-américaine, ce qu'il faut éviter<sup>2395</sup>. Cet argument avait paru rédhibitoire au groupe de travail sur le prêt-emprunt réuni par l'AMF, qui avait envisagé mais rejeté la solution consistant à confier le droit de vote au prêteur plutôt qu'à l'emprunteur<sup>2396</sup>. Ces membres ont soutenu qu'en cas de cession des actions par l'emprunteur, l'acquéreur ne pourrait être privé de ses droits de vote et qu'il en résulterait une « *démultiplication des droits de vote* » attachés aux actions. Or la possibilité de cession est parfois primordiale pour l'emprunteur. L'emprunt d'actions est en effet utilisé essentiellement à deux fins, si l'on excepte l'emprunt aux fins de voter : pour des raisons fiscales ou afin de satisfaire à une obligation de livraison de titres dont l'emprunteur ne dispose pas<sup>2397</sup>. Dans ce second cas, le droit de disposer des titres appartenant à l'emprunteur est essentiel.

La difficulté peut néanmoins être aisément contournée. Il faut, d'abord, remarquer qu'en cas de cession, il n'est effectivement pas possible ni souhaitable de priver de droit de vote, et plus généralement des prérogatives sociales, celui qui a acquis des titres cédés par un emprunteur. La propriété a été valablement transmise par l'emprunteur et le cessionnaire est exposé à l'aléa social : il n'existe aucune différence entre l'acquéreur de titres empruntés et les autres actionnaires et, du reste, celui-ci ne connaît généralement pas la provenance des titres. La seule solution consiste donc à priver le prêteur de sa qualité d'associé en cas de cession des titres par l'emprunteur. Cette solution est-elle légitime et praticable ?

Elle n'est d'abord pas illégitime. Il est vrai que le prêteur subit l'aléa social et doit en conséquence se voir reconnaître la qualité d'associé. Néanmoins, le prêteur a consenti en connaissance de cause à une opération translatrice de propriété – pour laquelle il est d'ailleurs en principe rémunéré. Il n'est pas illégitime de le priver de droit de vote en cas de cession subséquente, s'il sait exactement à quoi il s'engage au moment du prêt. À cet égard, il faut comparer le système français au système américain, car la position inverse, parfois avancée, semble résulter d'un raisonnement en termes de droit américain et non de droit français. Dans le système américain, en effet, les titres sont souvent prêtés sans que leur propriétaire n'en soit averti<sup>2398</sup>. Les détenteurs finaux, associés véritables, nous l'avons vu, sont rarement inscrits en

---

<sup>2395</sup> On remarquera toutefois que la question ne se pose que dans les sociétés cotées.

<sup>2396</sup> Y. MANSION, *rapp. préc.*, p. 12 : « Cette solution reste difficile à mettre en œuvre, notamment en cas de revente des titres prêtés, du fait de la fongibilité de ces derniers : il n'y a alors aucune raison d'empêcher l'acquéreur des actions d'exercer ses droits de vote en assemblée. Pareille solution risque, en outre, de démultiplier les droits de vote attachés aux actions et de nuire à la lisibilité des opérations de prêt-emprunt en dissociant le transfert du droit de vote et l'effet translatif de propriété qui doit rester attaché aux opérations pour pouvoir répondre aux besoins de liquidité du marché ».

<sup>2397</sup> V. *supra* n° 177.

<sup>2398</sup> V. M. KAHAN et E. ROCK, « The Hanging Chads of Corporate Voting », *art. préc.*

compte<sup>2399</sup>. Le plus souvent, les titres sont inscrits au nom d'un intermédiaire qui détient pour le compte de ses membres, banques ou courtiers, qui détiennent eux-mêmes pour leurs clients, véritables associés. Or les intermédiaires peuvent parfois choisir, en toute légalité, de prêter une partie des titres qu'ils détiennent pour le compte de leurs clients sans les en informer, ce qui rend délicat une privation du droit de vote. Parfois, encore, des actions sont prêtées sans que l'intermédiaire identifie les investisseurs dont les titres ont été prêtés, les titres étant détenus dans des comptes collectifs. Dans un tel système, on ne peut donc priver de son droit de vote un prêteur qui n'est pas mis au courant que ses titres ont été cédés et qui parfois n'est pas identifié<sup>2400</sup>. En France, le système de détention de titres est plus simple et plus sûr et le tirage sur la masse est interdit. La pratique a en effet été prohibée par la loi de modernisation des activités financières<sup>2401</sup> et est même susceptible de constituer un abus de confiance<sup>2402</sup>. Le prêteur consent donc expressément à une opération translatrice de propriété, le plus souvent contre rémunération, et sait que l'emprunteur peut exercer son droit de disposition<sup>2403</sup>. Il n'y a donc rien d'illégitime à admettre qu'il puisse perdre sa qualité d'associé en cas de cession subséquente. Une autre différence peut encore être relevée entre le droit français et le droit américain. Dans ce dernier, la date d'enregistrement est souvent très antérieure à la détermination de l'ordre du jour et à l'assemblée générale<sup>2404</sup>. Il peut donc advenir que celui qui a prêté ses titres se rende compte de

---

<sup>2399</sup> V. *supra* n° 286 et *infra* n° 503 et s.

<sup>2400</sup> On remarquera d'ailleurs, que cette pratique crée un risque d'overvoting : lors de l'assemblée générale, la société enverra des bulletins de procuration au dépositaire inscrit en compte qui lui-même les transmettra à ses membres qui les feront parvenir à l'intégralité de leurs clients, sans pouvoir distinguer parmi eux ceux dont les titres ont été prêtés. Il peut alors advenir que le prêteur et l'emprunteur votent. (V. sur l'overvoting aux États-Unis : H. HU ET B. BLACK, « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership », *art. préc.*, p. 897 et 898 ; B. DRUMMOND, *art. préc.* ; M. KAHAN et E. ROCK, « The Hanging Chads of Corporate Voting », *art. préc.* ; Securities and Exchange Commission, *Concept Release on the U.S. Proxy system ; Proposed Rule*, n° 34-62495, 22 juill. 2010.

<sup>2401</sup> Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, art. 63 ; Art. L. 533-10 6° C. mon. fin. V. H. GASZTOWTT, M. GERMAIN, et F. PELTIER, « Comment faire respecter l'obligation de non usage des titres de la clientèle », in *Annexes au rapport problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, CNCT, mai 1997, p. 271 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 879. V. égal. avant l'adoption de la loi : COB, *Rapport au Président de la République*, 1989, p. 60, décourageant le tirage sur la masse.

<sup>2402</sup> V. concernant la mise en pension par une société de bourse d'obligations assimilables du Trésor dont elle était dépositaire : Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *Bull. crim.* 1996, n° 224, p. 625, n° 95-82487 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 806, note B. BOULOC ; *Rev. science criminelle* 1997, p. 129, note J. RIFFAULT-TRECA ; *Bull. Joly Bourse* nov.-déc. 1996, p. 597, note P. LE CANNU ; *Rev. dr. bancaire et bourse* 1996, p. 175, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON ROCHE ; *Les Petites aff.* 18 nov. 1997, p. 7, note CH. LASSALAS ; *Banque et droit* n° 48, juill.-août 1996, p. 30, note H. DE VAUPLANE et F. PELTIER ; *JCP éd. E* 1997, I, 625, note M.-P. LUCAS DE LEYSSAC ; *RJDA* 8-9/1996, p. 728, note J.-P. DINTHILAC.

<sup>2403</sup> *Rappr.* Groupe d'experts présidé par J. Winter, *Cross-border voting in Europe, Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe*, août 2002, p. 9, disponible sur <http://english.wodc.nl/onderzoeksdatabse/grensoverschrijdend-stemmen-in-de-algemene-vergadering-van-aandeelhouders.aspx> : « If complications do arise from securities lending, the Group would like to note that these complications are a result of an arrangement by investors who enter into a securities lending agreement at their own free will in order to receive lending fees. » (trad. libre : « Si le prêt de titre entraîne des complications, le groupe voudrait souligner que ces complications sont le fruit d'un montage opéré par des investisseurs qui consentent un prêt en toute liberté dans l'objectif de recevoir une commission »).

<sup>2404</sup> Le délai dépend des législations étatiques ainsi que des règles de marché. À titre d'exemple, au Delaware, la date d'enregistrement doit être fixée par l'émetteur entre 60 et 10 jours avant l'assemblée (Delaware General Corporation Law § 213).

l'importance des questions soumises à délibération trop tard pour pouvoir rapatrier ses titres, être enregistré en tant qu'actionnaire et voter<sup>2405</sup>. En France, cette difficulté ne se rencontre pas puisque la date d'enregistrement est fixée trois jours avant l'assemblée générale, date à laquelle l'avis de réunion, puis l'ordre du jour ont déjà été publiés. Priver le prêteur de son droit de vote en cas de cession subséquente n'est donc pas illégitime : il consent à un prêt dont il sait qu'il confère à l'emprunteur un droit de disposition qui, s'il est exercé, lui fera perdre sa qualité d'associé et les droits politiques qui en découlent. Sa situation se rapproche à cet égard de l'actionnaire qui a consenti à son créancier un nantissement de compte d'instruments financiers accompagné d'un droit d'aliénation aux termes de l'article L. 211-38 III du Code monétaire et financier<sup>2406</sup>. Dans ce cas, il demeure propriétaire et titulaire des droits politiques. Mais si son créancier vient à céder les titres donnés en garantie, il perd sa qualité d'associé.

Rien ne semble s'opposer non plus, en pratique, à priver le prêteur de sa qualité d'associé et des prérogatives qui y sont attachées en cas de cession des titres par l'emprunteur. À défaut, il y aurait effectivement un risque de « *démultipliation des droits de vote* ». La situation peut là encore être rapprochée du nantissement de compte d'instruments financiers lorsqu'un droit d'aliénation a été consenti au créancier aux termes de l'article L. 211-38 III du Code monétaire et financier<sup>2407</sup>. Dans les deux cas, en effet, une personne qui n'est pas associée peut décider de la cession des titres : l'emprunteur dans un cas, le créancier nanti dans l'autre. Or il n'a jamais été soutenu qu'un nantissement avec droit d'aliénation faisait courir un risque d'*overvoting*. Mais un trait différencie les deux situations : les titres transitent par le patrimoine de l'emprunteur, alors qu'ils passent directement du patrimoine de l'associé à celui du cessionnaire dans le cas d'un nantissement<sup>2408</sup>. Pour éviter le risque d'*overvoting*, il faut alors élaborer un système de transfert de propriété qui lie le sort du prêteur et de l'emprunteur, de telle sorte qu'une cession par l'emprunteur fasse mécaniquement perdre au prêteur sa qualité d'associé<sup>2409</sup>.

#### 4. La couverture

**450. – Présentation.** Les situations où le propriétaire de droits sociaux a couvert l'aléa social sont diverses. Elles peuvent résulter d'un accord de reprise interne, elles prendront souvent la forme d'une souscription d'instruments dérivés dans les sociétés par actions, plus hypothétiquement d'une assurance<sup>2410</sup>. Dans ces cas, le propriétaire ne subissant pas l'aléa social

---

<sup>2405</sup> M. KAHAN et E. ROCK, « The Hanging Chads of Corporate Voting », *art. préc.*

<sup>2406</sup> V. *supra* n° 140

<sup>2407</sup> V. *supra* n° 140.

<sup>2408</sup> V. H. SYNVEY, Introduction, « Les garanties financières », *colloque préc.*

<sup>2409</sup> V. *infra* n° 456.

<sup>2410</sup> V. *supra* n° 208 et s.

ne doit pas se voir reconnaître la qualité d'associé, ni en conséquence les droits politiques qui y sont inhérents. Il continue en revanche de jouir des droits et de supporter les obligations pécuniaires : d'un point de vue financier, la société est indifférente à sa situation<sup>2411</sup>.

**451. – Difficultés pratiques.** D'un point de vue pratique, deux difficultés apparaissent.

D'une part, il convient de déterminer comment calculer le nombre de titres pour lequel le propriétaire est réputé être associé. Cette interrogation n'a pas lieu d'être dans les sociétés utilisant le droit de vote par tête. Dans ce cas, seul un propriétaire ayant intégralement couvert son risque, sauf fraude, devrait se voir refuser la qualité d'associé. Elle est en revanche primordiale dans les sociétés utilisant le principe de proportionnalité du vote ou dans lesquelles l'exercice de certains droits politiques est subordonné à la détention d'un pourcentage fixé du capital. Il convient alors de savoir pour quelle part de capital le propriétaire est réputé associé, ce qui suppose de fixer une méthode de calcul du taux de couverture. La question revêt une importance particulière pour les stratégies de couverture complexes à base d'instruments financiers. Mais elle se pose également dans les autres cas de couverture ou de dissociation. L'application pratique du principe requiert donc la détermination des modalités de calcul du taux de couverture, ce qui sera envisagé ultérieurement<sup>2412</sup>.

D'autre part, l'effectivité du principe suppose qu'un contrôle soit possible. Cette question concerne les sociétés dans lesquelles il existe des stratégies complexes de couverture, reposant sur l'utilisation de dérivés. La transparence et la surveillance des marchés de dérivés apparaissent ainsi comme une condition de l'effectivité du principe proposé. À cet égard, la réalisation du projet de réglementation des marchés de dérivés est souhaitable. Nous verrons, en outre, qu'une obligation de déclaration des positions à la baisse faciliterait le contrôle des autorités et participerait d'une bonne information des marchés<sup>2413</sup>.

**452. – Contrôle des marchés de dérivés.** Dans les sociétés dont les titres peuvent servir de sous-jacents à des instruments dérivés, une telle solution n'est réalisable qu'à condition qu'il existe des moyens de surveillance et de contrôle. Or la complexité et l'opacité actuelles des marchés de dérivés s'opposent à l'effectivité du principe. Jusqu'à présent, en effet, les autorités de surveillance et de régulation n'avaient pas de vue d'ensemble des marchés de dérivés car les données dont elles disposaient demeuraient éparpillées et incomplètes et ne pouvaient être recoupées du fait de

---

<sup>2411</sup> V. *supra* n° 415 et 381.

<sup>2412</sup> V. *infra* n° 468 et s.

<sup>2413</sup> V. *infra* n° 471 et s.

leur absence de standardisation<sup>2414</sup>. Un meilleur encadrement des marchés de dérivés, conformément à la volonté affichée par les dirigeants du G 20 au sommet de Pittsburgh des 24 et 25 septembre 2009<sup>2415</sup> et par les instances européennes<sup>2416</sup>, faciliterait la mise en œuvre du principe.

Suite à la crise financière de 2007<sup>2417</sup>, la Commission européenne a réuni un groupe de travail chargé de réfléchir à l'avenir de la réglementation et de la surveillance financière en Europe. Le rapport rendu évoque notamment la nécessité d'une « *simplification et normalisation de la plupart des produits dérivés négociés de gré à gré, le développement de techniques appropriées de réduction des risques ainsi que l'adoption de mesures favorisant la transparence* ». Pour cela, il était conseillé non seulement d'encourager la simplification et la normalisation des produits dérivés, mais également d'instaurer une obligation de compensation des transactions<sup>2418</sup>. Le rapport s'attachait cependant essentiellement aux dérivés de crédit, qui sont restés au cœur des préoccupations<sup>2419</sup>, même si le champ du projet de réglementation a été élargi. La Commission a alors annoncé qu'elle envisageait « *de prendre des mesures supplémentaires afin de parvenir à une plus grande normalisation et à une plus grande transparence des transactions, afin de consolider le passage à la compensation avec contrepartie centrale en garantissant qu'elle devienne la norme pour le marché des produits dérivés OTC, et afin de faire en sorte qu'une plus grande partie des transactions passe par des systèmes de négociation transparents et efficaces, à chaque fois que c'est possible* »<sup>2420</sup>. Parallèlement, les dirigeants du sommet du G 20, réunis à Pittsburgh les 24 et 25 septembre 2009 se sont engagés à ce que les dérivés de gré à gré standardisés soient échangés sur des marchés réglementés ou des plateformes de négociation électroniques et soient compensés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation d'ici 2012<sup>2421</sup>. La Commission a alors été

---

<sup>2414</sup> V. *Commission staff working paper accompanying the Commission communication « Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets »*, SEC(2009) 905 final, 3 juillet 2009, spéc. p. 10 et s.

<sup>2415</sup> V. H. DE VAUPLANE et D. MARIOT-THOREAU, « La réglementation des produits dérivés après le G20 de Pittsburg », *Rev. Banque* nov. 2009, n° 718, p. 81 ; E. VIEILLEFOND, « Il faut être volontariste en incitant un maximum de produits à emprunter la voie des plateformes organisées », *Rev. Banque* déc. 2010, supplément, p. 33.

<sup>2416</sup> Sur le projet actuel, V. A. GAUDEMET, « La réforme des marchés dérivés de gré à gré : les causes d'un retard », *D.* 2010, p. 1038 ; S. SAINT-PE, « Les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 164. V. égal. A. CAILLEMER DU FERRAGE et Q. HU, « La réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avril 2011, p. 102.

<sup>2417</sup> Pour un historique des propositions, V. *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à grés, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, COM(2010) 484 final, 15 sept. 2010, spéc. p. 3.

<sup>2418</sup> *Rapp. préc.*, p. 31.

<sup>2419</sup> V. A. CAILLEMER DU FERRAGE et C. SAUDO, « Une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 58 ; D. MARTIN, « Credit Default Swaps. Un encadrement nécessaire », *JCP éd. G* 2010, n° 28, p. 802.

<sup>2420</sup> Communication de la Commission, *Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides*, COM(2009) 332 final, 3 juil. 2009.

<sup>2421</sup> *Leaders' Statement*, The Pittsburgh Summit, 24 et 25 sept. 2009, spéc. p. 9.

amenée à préciser ses intentions et un projet de règlement a finalement été adopté<sup>2422</sup>. Notons qu'une réforme du même type a été adoptée aux États-Unis dès l'année 2010<sup>2423</sup>.

Le projet de réglementation des dérivés poursuit plusieurs objectifs. Il tend d'abord à limiter les risques attachés aux opérations sur dérivés, et notamment le risque de contrepartie. Il vise ensuite à améliorer l'efficacité des marchés de dérivés en favorisant la transparence sur les prix et les volumes. Il s'agit enfin de donner aux autorités des moyens de surveillance et de contrôle. C'est ce dernier objectif qui importe essentiellement ici. Au service de ces objectifs, la Commission a envisagé quatre outils : une plus grande normalisation des produits, l'utilisation de référentiels centraux de données, un recours accru à la compensation par des contreparties centrales et une utilisation plus générale de systèmes de négociation organisés<sup>2424</sup>. Ces quatre outils sont interdépendants et concourent tous aux objectifs de sécurité, de transparence et de surveillance fixés. La normalisation est une condition à l'instauration d'une obligation de compensation des dérivés. Le recours à la compensation permet une centralisation des transactions et assure, outre la sécurité du système, la transparence et la surveillance des opérations. Le développement d'un référentiel central – qui permet de recueillir tout à la fois des informations sur les dérivés passant par les chambres de compensation ou négociés de gré à gré – favorise également la transparence des marchés en assurant la diffusion d'informations sur le prix et le volume et rend possible la surveillance des marchés par le régulateur. Enfin, le recours à des systèmes de négociation organisés favorise la sécurité des marchés tout en simplifiant la surveillance.

Poursuivant les mêmes objectifs et dans l'attente d'une réglementation européenne<sup>2425</sup>, l'Autorité des marchés financiers a récemment mis en place une obligation de déclaration des transactions effectuées par des prestataires de services d'investissement sur les dérivés OTC dont

---

<sup>2422</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, préc.

<sup>2423</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes, Act Pub. L. 111-203, H.R. 4173, 21 juillet 2010. V. pour une comparaison de la réglementation américaine et du projet français : H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse* mai 2011, p. 339 ; « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 384 ; H. DE VAUPLANE et D. MARIOT-THOREAU, « La réglementation des produits dérivés après le G20 de Pittsburg », *art. préc.* ; N. GAY GUGGENHEIM et X. BOISSEAU, « Éviter les distorsions de concurrence », *Rev. Banque* déc. 2010, supplément, p. 33.

<sup>2424</sup> Communication de la commission au parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque centrale européenne, mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides, 20 oct. 2009, spéc. p. 3.

<sup>2425</sup> V. Communiqué de presse, *Extension aux dérivés OTC de l'obligation de déclaration des transactions*, 16 janv. 2012.

le sous-jacent est un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation<sup>2426</sup>.

Une telle réglementation, au-delà des objectifs propres qu'elle poursuit, permettrait d'assurer l'effectivité du principe proposé en autorisant une surveillance et un contrôle.

**453. – Conclusion.** La généralité du principe proposé liant l'aléa social et la notion d'associé permet ainsi l'appréhension de tous les mécanismes – que nous avons préalablement analysés –, qui avaient pour effet de dissocier l'aléa social et le droit de vote. La consécration d'un tel principe se révélerait donc plus efficace que les solutions correctives qui ont jusqu'alors été privilégiées et dont le champ ne couvre jamais l'intégralité des pratiques de dissociation. Ce principe demanderait toutefois à être complété par des mesures spécifiques permettant d'assurer sa mise en œuvre.

## **II- La nécessité de mesures spécifiques garantissant l'effectivité du principe**

**454. –** La généralité du principe proposé garantit l'encadrement exhaustif des mécanismes de dissociation du vote et de l'aléa. Celle-ci, toutefois, ainsi que l'application du principe aux différentes pratiques de dissociation l'a montré, rend nécessaire l'élaboration de mesures spécifiques destinées à garantir son effectivité. Certains dispositifs actuels doivent d'abord être adaptés ou précisés (A). Il convient ensuite de consacrer une exception au principe, en matière de cessions de droits sociaux étalées dans le temps (B).

### **A- Adaptation technique des dispositifs actuels**

**455. –** Afin d'être mis en œuvre, le principe proposé exige la précision ou l'adaptation de certains dispositifs actuels. Il convient en premier lieu de fixer les modalités de la reconnaissance de la qualité d'associé et des droits qui y sont attachés (1). Elle est en effet aujourd'hui liée au transfert de propriété des droits sociaux. Dissocier propriété et qualité d'associé suppose donc d'adapter les mécanismes de transfert de la propriété et des prérogatives sociales. Il faut par ailleurs fixer les modalités pratiques de décompte des droits de vote en cas de couverture (2). La question se pose essentiellement dans les sociétés par actions et peut être résolue par l'instauration d'une obligation de publication des positions courtes.

---

<sup>2426</sup> Art. 315-46 et 315-47 RG AMF (Arrêté du 20 décembre 2011, en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012) ; Instruction AMF n° 2007-06. V. égal. *Guide RDT sur les modalités de déclaration des transactions via le système de reporting direct des transactions*, disponible sur <http://www.amf-france.org>, comprenant notamment : CERVM, *Comment déclarer les transactions sur les instruments dérivés de gré à gré*, 8 oct. 2010, CERVM/10-661.

## 1. Les modalités de reconnaissance de la qualité d'associé

**456.** – La reconnaissance de la qualité d'associé et des droits et obligations qui y sont attachés résulte aujourd'hui du transfert de propriété ou de l'opposabilité de ce transfert à la société. Admettre que les prérogatives sociales puissent ne plus dépendre de la qualité de propriétaire de leur titulaire impose donc d'adapter la mécanique du transfert de propriété et des droits et obligations attachés à la qualité d'associé. Elle doit permettre de reconnaître la qualité d'associé à une personne autre que le propriétaire. Pour autant, le sort du propriétaire et celui de l'associé doivent rester liés afin qu'une cession de droits sociaux puisse continuer de transférer l'intégralité des droits et obligations liés à la qualité d'associé et pour éviter une situation d'*overvoting* dans les sociétés par actions<sup>2427</sup>. C'est dans ces dernières que la question revêt une véritable importance. Dans les sociétés de plus petite taille et dans lesquelles les droits sociaux ne sont pas négociables, le risque de création de parts ou de démultiplication des droits est inexistant.

Après avoir analysé les mécanismes de transfert de propriété et des droits et obligations sociaux (a), nous remarquerons qu'ils connaissent déjà des aménagements lorsqu'une pluralité de personnes est titulaire de droits sur une même part ou action (b). Nous proposerons alors des aménagements permettant la reconnaissance des prérogatives sociales à un non-propriétaire (c).

### a. Lien traditionnel entre transfert de propriété et reconnaissance des droits et obligations sociaux

**457. – Présentation.** Traditionnellement, l'associé jouit des droits politiques attachés à sa qualité dès l'opposabilité du transfert de propriété à la société. Il en est de même des droits pécuniaires vis-à-vis de la société, mais dans les relations entre cédant et cessionnaire, l'associé commence à en jouir dès le transfert de propriété. Les obligations pesant sur l'associé sont transmises avec la propriété, encore que le cédant reste tenu à l'égard des tiers tant que la cession ne leur est pas devenue opposable. Les modalités du transfert diffèrent selon que l'on est ou non dans une société par actions.

**458. – Sociétés par actions.** Dans les sociétés par actions, avant la dématérialisation des valeurs mobilières, le transfert de propriété avait lieu *solo consensu* aux termes de l'article 1583 du Code civil, tandis que l'opposabilité de la cession était subordonnée à la tradition pour les titres au

---

<sup>2427</sup> V. *supra* n° 449.



porteur et au transfert sur les registres de l'émetteur pour les titres nominatifs<sup>2428</sup>. La loi du 30 décembre 1981<sup>2429</sup> imposant la dématérialisation des valeurs mobilières a révisé ces solutions : le transfert continuait de s'opérer *solo consensu* mais il n'était opposable aux tiers qu'après l'inscription en compte<sup>2430</sup>. Aujourd'hui<sup>2431</sup>, le transfert de propriété comme son opposabilité ont lieu à la date de l'inscription en compte, c'est-à-dire en principe lors du dénouement effectif de la négociation lorsque les titres sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1<sup>2432</sup> et à la date choisie par les parties dans les autres cas<sup>2433</sup>. La reconnaissance de la qualité d'associé suppose donc l'inscription en compte : celle-ci marque à la fois le transfert de propriété, son opposabilité et le transfert des prérogatives sociales.

Ainsi, dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un dépositaire central, le droit de participation aux assemblées doit être justifié par l'enregistrement comptable des titres au nom de l'actionnaire ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte dans les comptes de titres nominatifs ou au porteur selon le cas, au troisième jour ouvré précédant l'assemblée<sup>2434</sup>. La prise en considération de l'enregistrement comptable plutôt que de l'inscription en compte définitive translatrice de propriété, vise à éliminer le risque qu'une personne propriétaire au jour de la date d'enregistrement, mais ayant déjà cédé ses titres, puisse voter. L'enregistrement en compte intervient en effet en amont de l'inscription translatrice de propriété, au jour de la négociation, le

---

<sup>2428</sup> Ancien art. 35 (« L'action peut être établie sous la forme d'un titre au porteur ; dans ce cas, la cession s'opère par la tradition du titre. ») et art. 36 C. com. (« La propriété des actions peut être établie par une inscription sur les registres de la société. Dans ce cas, la cession s'opère par une déclaration de transfert inscrite sur les registres, et signée de celui qui fait le transport, ou d'un fondé de pouvoir »). Art. 265, loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales : « Le titre au porteur est transmis par simple tradition. Le titre nominatif est transmis, à l'égard des tiers et de la personne morale émettrice, par un transfert sur les registres que la société tient à cet effet (...) ». V. J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 192 et s.

<sup>2429</sup> Loi de finances pour 1982 n° 81-1160 du 30 décembre 1981.

<sup>2430</sup> Cass. com. 22 nov. 1988, *Korzilius*, *Bull. civ. IV*, n° 322, p. 216, n° 86-18152 ; Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 juillet 1992, *Bull. civ. I* 1992, n° 238, p. 157, n° 90-19107 ; Cass. com. 23 nov. 1993, *Bull. civ. IV* 1993, n° 431 p. 313, n° 91-19409. V. notamment sur cette question B. GIZARD, « Le transfert de propriété des titres cotés » in *Annexes du rapport Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, CNCT, mai 1997, p. 137 ; J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 199 et s. ; H. LE NABASQUE et A. REYGROBELLET, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », *Act. prat. ing. soc. nov.-déc. 2002*, p. 4 ; F. NIZARD, *Les titres négociables*, Préf. H. Synvet, Avant-Propos J.-P. Dumas, *Economica*, 2003, n° 544 et s. ; H. SYNDET, « La propriété des valeurs mobilières en droit français », *art. préc.* ; H. DE VAUPLANE, « Le régime juridique du transfert de propriété des titres cotés », *Banque et droit*, n° 35, mai-juin 1994, p. 11.

<sup>2431</sup> Le principe a été consacré par l'ordonnance du 24 juin 2004 n° 2004-604 portant réforme du régime des valeurs mobilières. Dans les sociétés cotées, il l'avait déjà été par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 *portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers*. Son application sur les marchés autres que les marchés à règlement mensuel était cependant contestée. V. J. GRANOTIER, *ouvr. préc.*, n° 238 ; H. SYNDET, *art. préc.* ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 691 et s.

<sup>2432</sup> Art. 570-2 RG AMF ; art. L. 211-16 et L. 211-17 C. mon. fin. ; art. L. 228-1 al. 9 C. com.

<sup>2433</sup> Art. L. 228-1 al. 9 et R. 228-10 C. Com.

<sup>2434</sup> Art. R. 225-85 C. com.

transfert n'ayant normalement lieu que trois jours après<sup>2435</sup>. Celui qui est enregistré comptablement à la date d'enregistrement sera donc en principe inscrit en compte et donc propriétaire au jour de l'assemblée. Dans les autres types de sociétés, la justification d'une inscription en compte est encore nécessaire au jour de l'assemblée, ou trois jours avant celle-ci si les statuts en disposent ainsi<sup>2436</sup>. Même dans ce dernier cas, l'idée sous-tendant le principe demeure que l'inscrit à cette date sera très probablement propriétaire au jour de l'assemblée. L'exercice des autres droits politiques suppose également la justification de son inscription en compte : les textes réglementaires obligent ainsi l'actionnaire à en justifier lorsqu'il entend présenter un projet à l'ordre du jour<sup>2437</sup> ou poser une question écrite<sup>2438</sup>, et la solution doit nécessairement être étendue à l'exercice des autres droits sociaux.

**459. – Autres formes sociales.** Dans les autres types de sociétés, le transfert de propriété se réalise *solo consensu*<sup>2439</sup>. L'opposabilité à la société est, quant à elle, subordonnée à l'accomplissement des formalités de l'article 1690 du Code civil ou d'une formalité équivalente – dépôt d'un original de l'acte de cession au siège social contre remise par le gérant d'une attestation de ce dépôt dans les sociétés commerciales<sup>2440</sup>, transfert sur les registres de la société si les statuts le prévoient dans les sociétés civiles<sup>2441</sup>. Elle n'est opposable aux tiers qu'après que ces formalités ont été accomplies et après publicité<sup>2442</sup>. Dans ces sociétés, c'est l'opposabilité de la cession à la société qui marque la reconnaissance de la qualité d'associé. L'échange des consentements entraîne le transfert des droits et obligations inhérents à la qualité d'associé entre l'acquéreur et son auteur. Toutefois, l'information de la société est le préalable nécessaire à l'exercice des droits sociaux. Les droits politiques ne pourront, de fait, être exercés qu'une fois accomplies les formalités de l'article 1690 du Code civil ou une formalité équivalente. De même le cédant restera tenu de ses obligations sociales jusqu'à cette date aux yeux des tiers et de la société.

---

<sup>2435</sup> V. notamment sur ce point, J.-J. DAIGRE, « La date du transfert de propriété des instruments financiers admis sur un marché – Nouvelles perspectives de droit français », in *20 ans de dématérialisation des titres en France : bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. De Vauplane, Rev. Banque éd., AEDBF France, 2005, p. 71.

<sup>2436</sup> Art. R. 225-86 C. com.

<sup>2437</sup> Art. R. 225-71 C. com. Les actionnaires doivent justifier de leur qualité au jour de leur demande, puis lors de la date d'enregistrement.

<sup>2438</sup> Art. R. 225-84 C. com.

<sup>2439</sup> Art. 1583 C. civ. Sur l'application du principe et la nature fongible des parts, V. M. CAFFIN-MOI, *ouvr. préc.*, n° 273 et s. et n° 315 et s. V. égal. concernant les actions, H. LE NABASQUE, « Les actions sont des droits de créance négociables », *art. préc.* ; F.-G. TREBULLE, *ouvr. préc.*, n° 679 et s.

<sup>2440</sup> Art. L. 221-14 et L. 223-17 C. com.

<sup>2441</sup> Art. 1865 C. civ.

<sup>2442</sup> Art. L. 221-14 et L. 223-17 C. com et art. 1865 C. civ.

**460. – Conclusion.** Dissocier le transfert de propriété de la reconnaissance de la qualité d'associé suppose donc d'aménager l'inscription en compte dans les sociétés par actions et, dans une moindre mesure, les formalités d'opposabilité dans les autres types de société.

#### **b. Aménagements existants**

**461. – Présentation.** Avant de proposer des aménagements au système actuel, il est intéressant d'analyser les hypothèses existantes dans lesquelles les droits et obligations attachés à la qualité d'associé ne bénéficient pas uniquement au propriétaire ou sont répartis entre plusieurs titulaires. C'est le cas dans la location où ils sont répartis entre le bailleur, propriétaire, et le preneur<sup>2443</sup>. Il en est également ainsi dans le démembrement de propriété où la loi s'est efforcée d'allotir au mieux les droits et obligations entre usufruitier et nu-propriétaire<sup>2444</sup>. Dans ces cas, l'inscription en compte ou l'accomplissement des formalités nécessaires au transfert de propriété ou à son opposabilité ne suffit plus au transfert des droits et obligations à caractère social. Il est alors intéressant de s'interroger sur les modalités de leur reconnaissance. La question est réglée par la loi dans la location, ce n'est pas le cas du démembrement de propriété. Il faut encore évoquer l'hypothèse différente des fonds communs de placement qui exercent pour le compte des porteurs de parts, copropriétaires des actifs, les droits politiques qui y sont attachés.

**462. – Location d'actions ou de parts sociales.** Quant à la location, l'article L. 239-2 du Code de commerce dispose qu'elle devient opposable à la société dans les formes prévues à l'article 1690 du Code civil. Il ajoute que la délivrance est réalisée à la date à laquelle est inscrite, dans le registre des titres nominatifs de la société par actions ou dans les statuts de la société à responsabilité limitée, la mention du bail et du nom du locataire à côté du nom de l'actionnaire ou de l'associé. Il est encore précisé qu'à compter de cette date, la société doit adresser au locataire les informations dues aux actionnaires ou associés et prévoir sa participation et son vote aux assemblées. La combinaison de ces différentes dispositions demeure incertaine. Aux termes de ce texte, le transfert de certaines prérogatives sociales, droits de vote et d'information, ne bénéficient au locataire qu'après inscription dans le registre de titres nominatifs ou dans les statuts de la société. Les autres droits, *a contrario*, pourraient paraître devoir être reconnus par la société au locataire dès l'opposabilité de la location, c'est-à-dire lors de l'accomplissement des formes prévues à l'article 1690. Pourtant, on comprend mal ce qui justifierait que certains droits politiques ne puissent être exercés qu'avec retard. Une interprétation *a pari* serait plus adaptée : les droits et obligations inhérents à la qualité d'associé sont transférés à l'égard de la société une fois

---

<sup>2443</sup> V. *supra* n° 105 et s.

<sup>2444</sup> V. *supra* n° 429.

la location inscrite en compte ou dans les statuts de la société, selon les cas. Quel serait alors le sens de l'affirmation selon laquelle la cession est opposable à la société une fois les formes prévues à l'article 1690 accomplies ? Une fois la cession opposable, la société a l'obligation de procéder à l'inscription. À défaut, tout intéressé peut en effet demander en référé que le représentant légal de la société soit enjoint de procéder à l'inscription, aux termes de l'article L.239-5. Dans les sociétés anonymes, inscription et opposabilité devraient être concomitantes : la société ne pourrait retarder l'inscription en compte une fois que la location lui est devenue opposable, sauf indication contraire des parties. Dans les sociétés à responsabilité limitée, la nécessité de modification des statuts pourrait expliquer un décalage<sup>2445</sup>. La date d'opposabilité de la location aux tiers est plus incertaine. L'article L. 239-2 précisant que ces formes rendent opposable la location à la société, il faudrait en déduire *a contrario* qu'elles sont insuffisantes pour la rendre opposable aux tiers<sup>2446</sup>. La conclusion d'un contrat de bail étant traitée par la loi comme une cession, il serait cohérent que les dispositifs d'opposabilité soient similaires. Quelles que soient les difficultés d'interprétation de l'article L. 239-2 du Code de commerce, il faut remarquer le rôle central de l'inscription en compte dans les sociétés anonymes et du formalisme d'opposabilité dans les sociétés à responsabilité limitée.

**463. – Démembrement.** Il n'existe pas de disposition similaire en matière de démembrement de propriété. Dans les sociétés par actions, dans un système où la reconnaissance des prérogatives sociales est liée à l'inscription en compte, il était logique que la constitution d'un démembrement soit constatée en compte. C'est ce que la pratique s'est attachée à faire : mention de l'usufruit est portée à côté du nom du nu-proprétaire<sup>2447</sup>. Pourtant, les textes sont lacunaires sur ce point. L'article R. 228-8 du Code de commerce – indiquant qu'est inscrit en compte le titulaire de titres notamment à raison de sa nue-propriété ou de son usufruit – le suggère pour les titres nominatifs. Pour les titres au porteur, seul l'article 322-6 du Règlement général de l'AMF dispose que « toute opération de nature à créer ou à modifier les droits d'un titulaire de compte fait l'objet d'un enregistrement dès que le droit est constaté ». Là encore, l'inscription en compte est primordiale puisque la reconnaissance du bénéfice des droits sociaux à l'usufruitier y est subordonné. Dans les autres sociétés, le démembrement de propriété suppose que celui-ci soit porté à la connaissance de la société et

---

<sup>2445</sup> Le gérant pourrait toutefois procéder lui-même à la modification sous réserve de ratification par les associés (art. L. 223-18 al. 9 C. com.).

<sup>2446</sup> V. En ce sens, CL. FERRY, « La mise en place d'un crédit-bail de titres de société », *art. préc.*, considérant toutefois que la location deviendrait opposable aux tiers au moment de l'inscription en compte ou de l'inscription dans les statuts, selon le type de société.

<sup>2447</sup> V. A. CHARVERIAT, A. COURET et B. MERCADAL, *Mémento Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, 2011, n° 62332.

rendu opposable aux tiers. Il paraît alors cohérent de faire appel aux règles d'opposabilité prévalant pour la cession<sup>2448</sup>.

**464. – Fonds communs de placement.** Quant aux fonds communs de placement, ils exercent les droits attachés aux titres détenus en copropriété par les porteurs, sans avoir besoin d'un mandat spécial. En application du principe selon lequel l'inscription en compte est faite au nom du propriétaire, seuls les porteurs devraient normalement être inscrits en compte. À des fins de simplification toutefois, l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier prévoit que le fonds peut être inscrit en compte à la place des copropriétaires. Là encore, l'inscription en compte permet la détermination, non pas du propriétaire, mais de celui qui a seul vocation à exercer les droits sociaux.

### c. Aménagements nécessaires

**465. – Sociétés par actions.** Dans les sociétés par actions, les aménagements existants en matière de démembrement et de location soulignent le rôle déterminant de l'inscription en compte. Celle-ci permet la détermination du propriétaire d'actions, mais également celle du titulaire des droits attachés aux actions lorsque, de manière exceptionnelle, ils ne sont pas attribués au propriétaire<sup>2449</sup>. L'exemple des fonds communs de placement confirme l'importance de l'inscription en compte en matière de reconnaissance des droits et obligations sociaux : l'inscription sert alors à identifier celui qui a vocation à les assumer, et non plus le propriétaire des actions.

Sur le modèle de ces aménagements, la dissociation de la qualité d'associé et de la propriété pourrait être indiquée par une mention en compte. Il suffirait ainsi d'indiquer en marge du nom du propriétaire, le nom de celui pour lequel les titres sont détenus. Il faudrait également y indiquer la nature de la convention liant associé et propriétaire. Le risque d'*overvoting* souligné par les auteurs du rapport sur le prêt-emprunt serait ainsi supprimé<sup>2450</sup> : la cession des titres ferait perdre à l'associé sa qualité, et les droits qui y sont attachés, au moment du transfert de propriété. Inversement, si les qualités d'associé et de propriétaire venaient à être regroupées en une même personne, la mention devrait être effacée.

---

<sup>2448</sup> V. sur cette question, A. LE BAYON, « L'usufruit des parts sociales », *Rev. sociétés* 1973, p. 435, spéc. n° 11.

<sup>2449</sup> V. R. ROBLOT, *La dématérialisation des valeurs mobilières, ouvr. préc.*, p. 30 : « Dans l'exercice de ces prérogatives, l'inscription en compte joue un rôle de légitimation comparable à l'inscription sur le registre des transferts dans le régime antérieur des titres nominatifs. Celui qui se prétend titulaire d'une valeur mobilière ne peut exercer les droits attachés à son titre que si celui-ci fait l'objet d'une inscription en compte ».

<sup>2450</sup> V. *supra* n° 449.

**466. – Autres formes sociales.** Dans les autres types de sociétés, un mécanisme d’opposabilité permettant d’informer la société et les tiers sur l’identité de l’associé et la nature du lien entre ce dernier et le propriétaire suffirait. Encore faudrait-il également adapter les éventuelles procédures d’agrément qui doivent trouver à s’appliquer lorsque l’ancien associé demeure le propriétaire mais perd sa qualité d’associé : dans ce cas, l’associé nouveau doit être soumis à agrément, comme l’est le locataire<sup>2451</sup>, le nu-propiétaire<sup>2452</sup> ou l’usufruitier<sup>2453</sup>.

## **2. Les modalités d’attribution et de décompte des droits de vote en cas de couverture**

**467. –** Lorsque l’aléa social n’est plus supporté par le propriétaire des droits sociaux, l’application du principe proposé conduit à le priver d’une certaine proportion au moins de ses droits politiques. Lorsque le principe de proportionnalité du vote est utilisé ou que l’exercice d’un droit est subordonné à la détention d’un seuil minimal de capital, il faut déterminer pour quelle proportion de droits sociaux il est encore associé. De même, lorsqu’un pourcentage de détention doit être calculé, les droits qui lui ont été refusés doivent être soustraits du nombre total de droits sociaux.

Il faut donc pouvoir déterminer aisément le nombre de parts ou d’actions pour lequel l’aléa n’est plus assumé. La détermination de la hauteur de l’aléa couvert est simple lorsque les mécanismes utilisés sont traditionnels. Lorsque les stratégies de couverture se réalisent via les marchés de dérivés, le calcul se complique. Dans les sociétés cotées, il est alors impératif de recourir à une méthode uniforme de calcul. Il convient d’exposer brièvement les modalités de calcul de ce taux de couverture (a). Une fois le calcul effectué, encore faudrait-il que le taux soit soumis à publicité (b).

---

<sup>2451</sup> V. *supra* n° 373.

<sup>2452</sup> Il n’est pas contesté que le nu-propiétaire soit soumis à agrément, que le nu-propiétaire soit considéré comme propriétaire ou comme bénéficiaire d’un démembrement de propriété.

<sup>2453</sup> L’agrément de l’usufruitier s’impose si l’on considère qu’il bénéficie d’un démembrement de propriété. Mais la solution vaut également si l’on adopte la position ne reconnaissant la qualité de propriétaire qu’au nu-propiétaire. Alors, en effet, ne pas appliquer les règles d’agrément, lorsqu’il en est requis un en cas de cession, reviendrait à laisser entrer librement un étranger dans la société, qui pourtant jouit de droits pécuniaires et politiques. V. A. CHARVERIAT, *Mémento cession de parts et d’actions*, Ed. Francis Lefebvre, 2012, n° 89311 ; A. CHARVERIAT, A. COURET et B. MERCADAL, *Mémento Sociétés commerciales*, préc., n° 24312 ; A. LE BAYON, « L’usufruit des parts sociales », *art. préc.*, spéc. n° 11 ; P. LEDOUX, *ouvr. préc.*, n° 246 ; I. ROBERT-CADET, « L’usufruit des droits sociaux », *Petites Affiches* 19 mai 2000, p. 54 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, par M. GERMAIN avec le concours de V. MAGNIER, *ouvr. préc.*, n° 1086. *Contra* J. MESTRE et D. VELARDOCCIO, *ouvr. préc.*, n° 228.

## a. Détermination d'un taux de couverture dans les sociétés cotées

**468. – Présentation.** Dans les cas où l'aléa social a été dissocié de la propriété de droits sociaux, par quelque moyen que ce soit, il convient de déterminer pour combien de titres le propriétaire est réputé associé. Il s'agit ainsi de calculer un taux de couverture, c'est-à-dire le nombre d'actions dont l'aléa a été couvert<sup>2454</sup> rapporté au nombre d'actions de la société. Lorsque le propriétaire s'est couvert par des mécanismes contractuels traditionnels, le calcul est généralement simple. Lorsque la couverture est faite sur les marchés financiers par la souscription de dérivés, la situation est plus complexe. Le taux est toutefois aisément calculable par l'utilisation du taux de couverture de chaque instrument financier, connu par les opérateurs.

**469. – Notion financière de taux de couverture.** Dans les opérations sur dérivés, on appelle taux de couverture le nombre d'actions que le titulaire d'instruments financiers doit acquérir afin de se couvrir<sup>2455</sup>. Si l'on formule cette définition de manière inverse, il désigne le nombre d'actions pour lesquelles le risque économique a été couvert. Il peut être exprimé en pourcentage du nombre d'actions composant le capital : le taux de couverture sera ainsi le nombre d'actions que le titulaire devrait acquérir afin de se couvrir, rapporté au nombre d'actions composant le capital.

Le taux de couverture matérialise l'exposition économique d'un opérateur. Aussi, si un actionnaire vend à terme une action, son taux de couverture est-il d'une action. S'il acquiert le titre sous-jacent parallèlement à la conclusion de la vente à terme, son intérêt sera neutre : il ne perdra, ni ne gagnera en cas de variation du cours du titre. Le calcul du taux de couverture est plus complexe pour d'autres instruments financiers tels les options. Quels qu'ils soient toutefois, leur taux de couverture est déterminable par recours à des formules mathématiques couramment utilisées, servant tout à la fois au montage des stratégies financières et à la valorisation des instruments<sup>2456</sup>. Dans le cas d'une option par exemple, le taux de couverture correspond à ce que

---

<sup>2454</sup> On utilise ici la notion de couverture au sens large du terme, comme englobant l'intégralité des mécanismes de dissociation du droit de vote et de l'aléa social.

<sup>2455</sup> V. S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les "intérêts économiques" ? », *art. préc.*

<sup>2456</sup> Rapp. AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, 13 sept. 2012, p. 3, disponible sur le site <http://www.amf-france.org/> : « Le delta d'un instrument dérivé constitue une donnée objective, facilement disponible, résultant de modèles de calcul utilisés par l'ensemble des professionnels. Par exemple, les deltas des instruments dérivés commercialisés par les établissements de crédit sont communiqués aux clients qui le souhaitent et des modèles de pricing d'options permettant de connaître le delta d'une option sont disponibles sur internet. »

l'on nomme le *delta*, désignant « la sensibilité de la valeur d'une option aux fluctuations de la valeur du sous-jacent »<sup>2457</sup>.

**470. – Utilisation du taux de couverture en droit.** Les taux de couverture des instruments financiers peuvent donc être utilisés afin de calculer à quelle hauteur l'aléa a été couvert. Cette notion n'est d'ailleurs pas inconnue du droit français. Les taux de couverture interviennent en effet dans le calcul des positions courtes soumises à déclaration aux termes de l'article L. 223-37 du règlement général de l'AMF<sup>2458</sup>. Une instruction de l'AMF est venue en préciser les modalités<sup>2459</sup>. Le taux de couverture sera également désormais utilisé aux fins de calcul du numérateur en matière de franchissement de seuils, lorsque le déclarant détient des dérivés dénouables en numéraire<sup>2460</sup>. La position courte est calculée en divisant la position économique nette – c'est-à-dire le nombre d'actions qu'il faudrait acquérir pour se couvrir, l'ensemble des instruments détenus, y compris les actions, à la hausse comme à la baisse, étant agrégés – par le nombre d'actions composant le capital. Le taux de couverture auquel nous nous intéressons – qui correspond au nombre d'actions dont l'aléa a été couvert rapporté au nombre d'actions de la société – serait similaire à celui-ci à deux différences près.

D'une part, les positions en dérivés et les positions en actions ne doivent pas être agrégées. Seules les premières doivent être prises en compte au numérateur, les positions au comptant doivent en être exclues. Ce qu'il convient de déterminer n'est pas, en effet, l'exposition économique globale mais la hauteur à laquelle l'aléa a été couvert. Le résultat du calcul correspondra au pourcentage d'actions couvertes. S'il est positif, il suffira de le soustraire au pourcentage d'actions dont l'opérateur est propriétaire pour déterminer le nombre d'actions pour lequel il est réputé associé. S'il est négatif, le propriétaire d'actions est intéressé positivement à la marche sociale du seul fait de la détention de dérivés. L'information est intéressante pour le marché puisqu'elle permet de mieux cerner les intérêts des actionnaires et les enjeux de pouvoir au sein de la société ; une telle situation pourra être soumise à transparence dans le cadre de la réglementation des franchissements de seuils. Aucune conséquence ne doit toutefois en être tirée du point de vue de la détermination de la qualité d'associé. D'autre part, la couverture doit être

---

<sup>2457</sup> V° *Delta* d'une option, in *Dictionnaire Vernimmen*, disponible sur <http://www.vernimmen.net>. V. égal. S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les "intérêts économiques" », *art. préc.* Sur le *delta*, en matière de franchissement de seuils, V. *supra* n° 335 et *infra* n° 542.

<sup>2458</sup> V. *supra* n° 261.

<sup>2459</sup> Instruction AMF n° 2010-08 du 9 novembre 2010 relative à la déclaration des positions courtes nettes à l'AMF prise en application de l'article 223-37 du règlement général de l'AMF.

<sup>2460</sup> V. *supra* n° 335 et *infra* n° 543.



appréciée par catégorie d'actions, puisque la valeur nominale<sup>2461</sup> et les droits qui y sont attachés peuvent différer d'une catégorie à l'autre. À ces différences près, l'instruction de l'AMF indiquant comment calculer les positions courtes pourrait servir de guide pour la détermination du taux de couverture<sup>2462</sup>.

## **b. Publicité des positions courtes**

**471. – Présentation.** L'instauration d'une obligation de déclaration des positions courtes dans les sociétés cotées répond à plusieurs besoins. Traditionnellement, elle obéit à un objectif de transparence et d'information du marché et facilite la surveillance des marchés par le régulateur. Si la qualité d'associé – et donc le droit de vote – n'était attribuée qu'à ceux subissant l'aléa social, il deviendrait, en outre, nécessaire d'imposer une obligation de déclaration qui permette de déterminer le nombre de droits de vote attribués au sein d'une société. Dans cette optique, elle devrait s'accompagner d'une information sur la nature de la couverture. L'observation des obligations de déclaration existantes est un préalable indispensable à l'élaboration d'une obligation nouvelle cohérente.

**472. – Obligations de déclaration des positions courtes existantes.** Il existe déjà trois obligations de ce type en droit français. Elles demeurent cependant insuffisantes à l'appréhension de la situation économique d'un propriétaire de titres.

La première est une obligation de déclaration pré-assemblée<sup>2463</sup>. Il ne s'agit néanmoins que d'une obligation de déclaration des participations temporaires. Elle revêt essentiellement deux défauts : elle n'est pas permanente et ne porte que sur certaines positions courtes.

La seconde est une obligation de déclaration des titres détenus temporairement à l'occasion d'un franchissement de seuil<sup>2464</sup>. L'obligation n'englobe toutefois pas l'intégralité des positions courtes et l'on peut regretter que ceux qui détiennent des droits de vote sans franchir de seuils tout en ayant construit une importante position négative n'aient à effectuer aucune déclaration. De même, tant que la part de capital ou de droits de vote détenus n'évolue pas, les modifications des positions courtes n'ont pas à être portées à la connaissance du marché. L'obligation ne vise

---

<sup>2461</sup> V. sur la possibilité d'émettre des actions de valeurs nominales différentes, J.-F. ARTZ, « Action », *Rép. Dalloz sociétés*, juin 2002, n° 144. Optant pour cette possibilité : PH. MERLE et A. FAUCHON, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, 13<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2009, n° 277 ; *Sociétés commerciales, Mémento Francis Lefebvre*, 2008, n° 18029.

<sup>2462</sup> Instruction AMF n° 2010-08 du 9 novembre 2010, *préc.*

<sup>2463</sup> V. *supra* n° 260 et n° 393.

<sup>2464</sup> V. *supra* n° 259.

en réalité qu'à la précision de la nature de la participation déclarée lors d'un franchissement de seuils.

Enfin, le règlement général de l'AMF a instauré une obligation de déclaration des positions courtes nettes<sup>2465</sup>. Toutefois, nous avons vu que l'objectif de cette disposition était essentiellement financier de sorte que ses modalités ne sont pas adaptées à la situation qui nous préoccupe. En outre, l'obligation est cantonnée aux positions courtes nettes ce qui signifie que seuls les intérêts négatifs doivent être déclarés. Les couvertures partielles ou les intérêts neutres ne sont pas soumis à transparence.

**473. – Améliorations des obligations de déclaration des positions courtes.** Plusieurs leçons peuvent être tirées de ces observations.

Si l'on examine l'obligation de déclaration des positions courtes existante à l'occasion d'un franchissement de seuil, on constate qu'un tel système est nécessaire afin que l'information donnée ait tout son sens, mais qu'il n'est pas suffisant. En effet, les obligations de déclaration de franchissement de seuils tendent à informer le marché, des actions (ou des droits de vote) que l'actionnaire pourrait être amené à céder à terme. L'information porte alors sur un nombre d'actions à céder et non sur le nombre d'actions couvertes. Or ces deux chiffres ne sont pas toujours similaires selon le type d'instruments utilisé. Est également nécessaire une déclaration des positions courtes qui ne tendrait pas à l'anticipation des acquisitions ou des cessions futures d'un actionnaire mais à la transparence de son intérêt actuel. L'information ne porterait pas alors sur les titres à céder mais sur les titres dont le risque a été couvert, c'est-à-dire sur le taux de couverture<sup>2466</sup>. C'était sans doute là l'intention du législateur lorsqu'il a instauré une obligation de déclaration pré-assemblée. Cependant, le champ d'application de celle-ci est trop restreint et devrait d'abord être élargi pour englober l'intégralité des positions courtes. Ensuite, l'obligation devrait être permanente et non seulement pré-assemblée, ce qui rendrait l'information disponible tout au long de l'exercice social dès la construction de la position et imposerait une transparence de ses variations éventuelles. Tout propriétaire de titres pourrait ainsi être soumis à une obligation de déclaration lorsqu'il acquiert une position courte de 0,5 %, si l'on conserve le seuil retenu par l'article L. 225-126 du Code de commerce. Cette déclaration devrait être renouvelée lors de toute modification de la couverture d'une certaine importance. Le seuil de 1 % pourrait par exemple être retenu. On comprend qu'une telle obligation n'a vocation à exister que dans les sociétés par

---

<sup>2465</sup> V. *supra* n° 261.

<sup>2466</sup> V. *supra* n° 468.

actions cotées au vu de la complexité des mécanismes de couverture disponibles et de la taille de ces sociétés.

Notons également que les obligations de franchissement de seuils ne parviennent encore à donner qu'une image incomplète des intérêts économiques et politiques des acteurs sociaux. L'intégralité des positions courtes devrait être soumise à une déclaration séparée à l'occasion d'un franchissement de seuils. Celle-ci devrait se faire sur une base brute, c'est-à-dire sans que les positions courtes ne soient agrégées aux positions longues. Le terme de position courte devrait s'entendre de toutes les situations où l'actionnaire a le droit ou l'obligation de céder ses droits sociaux, perçoit une somme d'argent ou évite une perte lorsque le cours de l'action baisse<sup>2467</sup>.

**474. – Conclusion.** Une telle obligation de déclaration des positions courtes, permanente et générale, permettrait de déterminer aisément la composition de l'actionnariat. Elle faciliterait également la détermination du dénominateur en capital lorsque l'exercice de certaines prérogatives d'ordre politique est subordonné à la détention d'une partie du capital dont l'aléa n'a pas été couvert, telle la demande de nomination d'un expert de gestion<sup>2468</sup>, de réunion d'une assemblée générale<sup>2469</sup>, d'inscription d'un projet à l'ordre du jour<sup>2470</sup>... Elle répondrait en outre à l'objectif de transparence du marché. Il serait également souhaitable qu'une obligation d'information séparée sur les positions courtes en matière de franchissements de seuils vienne compléter cette obligation permanente. Le double dispositif ne serait pas redondant : l'une tendrait à la transparence de la couverture actuelle, l'autre tendrait à la transparence du nombre de titres pouvant être aisément cédés à terme.

### **B- Consécration d'une exception au principe : dissociation des prérogatives politiques et de l'aléa social dans les cessions de droits sociaux**

**475. –** A l'occasion des cessions de droits sociaux, les hypothèses de dissociation des prérogatives politiques et de l'aléa social ne sont pas rares. Cette situation est ancienne et peu problématique. La dissociation a, en effet, vocation à demeurer temporaire et s'avère souvent indispensable à la réalisation de l'opération de cession. C'est pourquoi il n'est pas sûr qu'il soit opportun de priver le cédant de ses droits politiques précocement et ainsi que le principe proposé doit recevoir une application stricte en la matière.

---

<sup>2467</sup> Rappr. système de déclaration des franchissements de seuils et des positions courtes en vigueur à Hong-Kong, V. *supra* n° 392.

<sup>2468</sup> Art. L. 225-231 C. com.

<sup>2469</sup> Art. L. 225-103 C. com.

<sup>2470</sup> Art. L. 225-105 C. com.

Après avoir exposé les hypothèses existantes de dissociation inhérentes aux cessions de droits sociaux (1), nous nous interrogerons sur le traitement à apporter à la question (2).

## 1. Les hypothèses de dissociation inhérentes aux cessions de droits sociaux

**476.** – Il n'est pas rare qu'aléa social et prérogatives politiques soient temporairement dissociés à l'occasion d'une cession de droits sociaux. Souvent, en effet, le transfert de l'aléa social se réalise avant que le cédant ne perde sa qualité d'associé et les droits politiques qui y sont attachés. Plusieurs hypothèses peuvent être distinguées. Il existe des décalages techniques, en ce qu'ils sont inhérents aux mécanismes de transfert de propriété (a). D'autres peuvent être qualifiés de politiques, au sens où ils ont pour vocation de faciliter le transfert d'un pouvoir au sein de la société (b)<sup>2471</sup>.

### a. Les décalages techniques

**477. – Présentation.** Dans les cessions de droits sociaux, le transfert de l'aléa social ne se réalise pas au même moment que celui des droits politiques. En effet, l'aléa social supporté par le cédant est couvert dès que le principe de la cession est fixé et le prix déterminé, tandis que la société continue de reconnaître le cédant comme propriétaire, et donc comme titulaire des prérogatives sociales, tant que la cession ne lui est pas devenue opposable, c'est-à-dire tant qu'un formalisme permettant de porter à sa connaissance la cession n'a pas été accompli<sup>2472</sup>. Or il existe nécessairement un délai entre ces deux dates pour des raisons pratiques. Contrairement aux mécanismes abordés jusqu'à présent, la dissociation s'opère ici du seul fait du jeu des mécanismes légaux, sans que la volonté des parties ne soit en cause<sup>2473</sup>. Il en est ainsi lorsque le transfert de propriété et son opposabilité ne sont pas concomitants. Mais ce décalage existe également lorsque transfert de propriété et opposabilité sont confondus, c'est-à-dire dans les sociétés par actions où la date d'opposabilité et de transfert de propriété est postérieure à la négociation. Le décalage peut également résulter du fait que la qualité d'associé pour l'exercice des droits sociaux n'est pas appréciée au moment de l'exercice mais à une date antérieure : il existe en effet un risque que les

---

<sup>2471</sup> Il existe également des hypothèses où propriété et qualité d'associé sont dissociées : c'est le cas dans les sociétés civiles en matière de retrait ou d'exclusion puisqu'il a été jugé que l'associé conservait sa qualité jusqu'au moment du remboursement de ses droits sociaux, qui peut être postérieur à la perte de propriété (V. *supra* n° 78 et n° 154). Cela n'engendre toutefois pas de décalage entre aléa social et droit de vote. En effet, l'associé exclu ou retrayant continue de subir l'aléa social jusqu'à la perte de la qualité d'associé puisqu'il est tenu indéfiniment des dettes sociales et continue de percevoir les dividendes jusqu'à la perte de sa qualité d'associé. La Cour de cassation a également précisé que la valeur des parts devait être déterminée à la date la plus proche de la perte de la qualité d'associé. (V. *supra* n° 154).

<sup>2472</sup> Sur la connaissance des tiers et l'opposabilité, V. notamment : F. DANOS, *Propriété, possession et opposabilité*, Préf. L. Aynès, Economica, 2007, spéc. n° 305 et n° 312 et s.

<sup>2473</sup> V. *supra* n° 158 et s.

droits sociaux soient cédés entre la date d'appréciation et la date d'exercice des droits. C'est le problème soulevé par le système de date d'enregistrement dans les sociétés par actions.

**478. – Distinction entre date de transfert de propriété et opposabilité.** Il existait traditionnellement un nécessaire délai entre le transfert de propriété – à l'échange des consentements aux termes de l'article 1583 du Code civil – et son opposabilité à la société subordonnée à l'accomplissement d'un formalisme. Le principe ne vaut plus dans les sociétés par actions, dans lesquelles la date de transfert de propriété a été alignée sur celle de l'opposabilité<sup>2474</sup>, mais subsiste dans les autres formes sociales.

Dans les sociétés commerciales, la cession est rendue opposable à la société par l'accomplissement des formes de l'article 1690 du Code civil ou par dépôt d'un original de l'acte de cession au siège social contre remise par le gérant d'une attestation de dépôt<sup>2475</sup>. De même, dans les sociétés civiles, l'accomplissement des formes de l'article 1690 ou le transfert sur les registres de la société si les statuts le prévoient, est nécessaire à l'opposabilité de la cession<sup>2476</sup>. Or le transfert de propriété a lieu *solo consensu*. Ainsi, dès le transfert de propriété, le cédant a perdu tout intérêt dans la société : son aléa est en principe intégralement couvert. Pourtant, il continue de bénéficier des droits politiques jusqu'à ce que la cession devienne opposable à la société. Temporairement donc, le cédant est titulaire du droit de vote sans subir l'aléa social. La dissociation est légale et s'impose pour des raisons pratiques d'information de la société. Elle est peu problématique puisque le délai entre transfert de propriété et opposabilité est généralement bref, de telle sorte que le cédant n'aura pas l'occasion d'exercer ses droits politiques.

Une hypothèse pourrait sembler poser difficulté. Dans les sociétés civiles où les statuts subordonnent l'opposabilité du transfert de propriété à une inscription sur le registre des transferts, la société pourrait manquer à son obligation d'inscription et allonger ainsi le délai entre transfert de l'aléa et opposabilité. Toutefois, si les statuts peuvent prévoir ce mode d'opposabilité, ils ne semblent pas à même de supprimer le mode alternatif offert par la loi, c'est-à-dire l'utilisation des formes de l'article 1690 du Code civil. En effet, la possibilité de rendre une cession opposable par simple transfert sur les registres de la société a été introduite pour rendre la cession moins onéreuse<sup>2477</sup>. Elle ne vient donc pas remplacer les formalités anciennes, mais peut s'y substituer à des fins de simplification, dans la mesure où les statuts le prévoient et où le cédant a choisi d'en profiter. Rien ne lui interdit donc d'utiliser la voie de la signification afin de rendre la

---

<sup>2474</sup> Art. 570-2 RG AMF ; art. L. 211-16 et L. 211-17 C. mon. fin. ; art. L. 228-1 al. 9 C. com. V. *supra* n° 457.

<sup>2475</sup> Art. L. 221-14 C. com. pour les SNC ; art. L. 223-17 C. com. pour les sociétés à responsabilité limitée.

<sup>2476</sup> Art. 1865 C. civ. V. égal. *supra* n° 457.

<sup>2477</sup> V. égal. P. WALET, *Société civile de construction vente*, GLN Joly éd., 1995, n° 147.

cession plus rapidement opposable à la société. L'interprétation jurisprudentielle des formalités de cession est d'ailleurs souple. Il a ainsi été jugé que la société ne pouvait se prévaloir d'un défaut d'accomplissement des formalités de l'article 1690 si elle était au courant de la réalisation de la cession<sup>2478</sup>. La difficulté née de la dissociation entre aléa et droit de vote demeure donc mineure.

**479. – Distinction entre date de négociation et date d'opposabilité.** Dans les sociétés par actions, la consécration de la concomitance du transfert de propriété et de son opposabilité<sup>2479</sup> pourrait sembler avoir fait disparaître la difficulté. Il n'en est rien en réalité. Car l'opposabilité n'en est pas pour autant avancée : c'est le transfert de propriété qui est retardé. Or l'aléa social est couvert dès que le principe de la cession est acquis et que le prix a été fixé, c'est-à-dire dès la négociation, alors que la cession ne devient opposable à la société que lors de l'inscription en compte.

Dans les sociétés cotées, le plus souvent, la cession se réalise sous trois jours. Un associé pourrait donc négocier ses actions et ainsi ne plus subir l'aléa, exercer ses prérogatives sociales dans le délai de trois jours, et perdre sa propriété postérieurement. Le décalage existe mais demeure minime.

Dans les autres sociétés par actions, il en va différemment car l'inscription en compte est réalisée à la date fixée par les parties<sup>2480</sup>. La période de dissociation peut donc revêtir une durée variable, quoique celle-ci ait vocation à demeurer limitée. Une difficulté est encore susceptible de venir affecter la cession. Il est en effet affirmé que le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, tandis que l'inscription se réalise à la date fixée par les parties et notifiée par elles à la société<sup>2481</sup>. Qu'advient-il alors si la société ne procède pas à l'inscription conformément aux instructions des parties ? Dans ce cas, alors même que la société commettrait une faute susceptible d'engager sa responsabilité, le transfert de propriété n'aurait pas lieu et celui-ci ne saurait être opposable faute d'être intervenu<sup>2482</sup>. Le décalage entre négociation et opposabilité s'accroît donc. L'hypothèse demeure cependant exceptionnelle. En

---

<sup>2478</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 sept. 2007, n° 06-11814, *Bull. civ. I* 2007, n° 276 : « Le débiteur cédé qui a su et accepté la cession de créance de façon certaine et non équivoque, ne peut se prévaloir du défaut des formalités prévues par ce texte. » ; JCP éd. E 2007, 2280 ; BRDA 19/2007, n° 1, p. 2 ; *Bull. Joly* 2008, § 10, p. 35, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 214, note R. MORTIER.

<sup>2479</sup> V. *supra* n° 457.

<sup>2480</sup> Art. L. 228-1 et R. 228-10 C. com.

<sup>2481</sup> Art. R. 228-10 C. com.

<sup>2482</sup> V. sur cette question A. REYGROBELLET, « Apport du décret numéro 2006-1566 du 11 décembre 2006 sur le droit applicable aux instruments financiers et, plus particulièrement, aux valeurs mobilières », *RTDF* 2007, n° 1, p. 65. V. égal. H. LE NABASQUE, « Les actions sont des droits de créance négociables », *art. préc.*, spéc. p. 686.

outre, les parties peuvent agir en référé afin de voir ordonner sous astreinte à la société de procéder à l'inscription en compte<sup>2483</sup>.

**480. – Distinction entre date d'appréciation de la qualité d'associé et exercice des droits d'associés.** Dans les sociétés par actions, il peut encore exister un décalage du fait que la date d'appréciation de la qualité d'associé pour l'exercice du droit de vote n'est pas celle de l'assemblée générale. Le décret du 11 décembre 2006<sup>2484</sup> a en effet instauré un système de date d'enregistrement, qui a déjà été présenté<sup>2485</sup>. La qualité d'associé est désormais appréciée instantanément et le blocage des titres n'est plus exigé pour pouvoir voter en assemblée.

Dans les sociétés non cotées, elle est appréciée au jour de l'assemblée, mais les statuts peuvent choisir d'avancer cette date de trois jours ouvrés. Il peut donc exceptionnellement advenir que le propriétaire au jour de l'assemblée ne soit pas celui qui se voit reconnaître le droit de vote.

Dans les sociétés cotées, il doit être justifié du droit de participer aux assemblées par l'enregistrement comptable des titres – correspondant à la date d'exécution de l'ordre<sup>2486</sup>, c'est-à-dire généralement antérieur de trois jours de négociation à la date d'inscription en compte – au nom de l'actionnaire au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure dans les comptes titres au porteur ou nominatifs selon le cas<sup>2487</sup>. L'alignement du délai de règlement-livraison et du délai entre l'enregistrement et la tenue de l'assemblée permet d'assurer que seul le propriétaire au jour de l'assemblée est titulaire du droit de vote. Cependant, nous l'avons vu<sup>2488</sup>, il est des cas où le règlement livraison peut être plus bref, de sorte que celui qui était inscrit en compte en J-3 n'est pas nécessairement le propriétaire au jour de l'assemblée.

---

<sup>2483</sup> Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 16 sept. 2008, n° 07-17892, *Bull. Joly* 2009, p. 128, note T. MASSART.

<sup>2484</sup> Décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. V. X. HUBERT et B. BOUMAZA, « Réforme du décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales », *art. préc.* ; H. ALVES, « Les nouvelles dispositions réglementaires intéressant les SA », *art. préc.* ; B. DONDERO, M. GALLAND, F. LEPLAT, F. MARTIN LAPRADE, J.-M. MOULIN, *art. préc.* ; A. LIENHARD, « Toilettage du décret sur les sociétés commerciales », *D.* 2007, p. 4 ; J.-P. VALUET, « Le décret du 11 décembre 2006 sur les sociétés commerciales », *art. préc.* V. égal. Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, préc., spéc. p. 21 et s.

<sup>2485</sup> V. *supra* n° 108 et s.

<sup>2486</sup> Art. 570-13 RG AMF.

<sup>2487</sup> Art. R. 225-85 C. com.

<sup>2488</sup> V. *supra* n° 152.

Cette solution a été vivement décriée, d'autant que la règle a été fixée par voie réglementaire<sup>2489</sup>. Elle appelle plusieurs remarques. D'abord, quelle différence existe-t-il entre celui qui vote alors qu'il vient de perdre sa qualité de propriétaire et celui qui vote alors qu'il a négocié ses titres mais n'a pas encore perdu la propriété des actions<sup>2490</sup> ? Les qualifications juridiques diffèrent certes, mais économiquement, les deux figures se confondent. Cette difficulté existe en réalité dans toute cession, quelle que soit la forme sociale, dès lors que l'opposabilité du transfert ne peut être concomitante à l'instant où le principe de la cession et son prix deviennent certains. Tant que négociation, transfert de propriété et opposabilité ne seront pas concomitants, la difficulté perdurera nécessairement. Le seul remède serait de prendre en compte non pas la propriété au jour de l'assemblée – car les titres pourraient avoir été déjà négociés – mais l'inscription comptable au jour de l'assemblée. Ensuite, la difficulté se manifeste seulement lorsque cette possibilité de dissociation est sciemment exploitée à des fins d'influence en assemblée sans qu'aucun risque ne soit couru. Mais il existe aujourd'hui des stratégies très variées et moins coûteuses pour ce faire. Ce n'est donc certainement pas là la pratique la plus problématique. Enfin, la France est l'un des pays qui a choisi le délai entre date d'enregistrement et assemblée le plus bref, afin que la photographie ainsi faite de l'actionnariat soit la plus exacte possible. Si le système adopté demeure sans conteste imparfait, les inconvénients ne sont en rien comparables à ceux rencontrés dans d'autres pays, comme les États-Unis, où la date d'enregistrement peut être fixée jusqu'à soixante jours avant l'assemblée générale<sup>2491</sup>. La directive européenne laisse également aux États une marge de trente jours<sup>2492</sup>. On mesure la qualité du système français à l'aune des réglementations étrangères<sup>2493</sup>. Finalement, la difficulté ne découle pas tant du délai entre l'enregistrement et l'assemblée que du délai du règlement-livraison d'une part et du système de date d'enregistrement d'autre part. Se référer à un « instantané » rend possible des acquisitions brèves aux seules fins de voter, à moins que l'instantané ne soit pris le jour même de l'assemblée ce qui paraît techniquement difficile. Seul un système de blocage parviendrait à entraver ces opérations.

**481. – Conclusion.** À l'occasion d'une cession de droits sociaux, il existe ainsi un nécessaire décalage entre transferts de la propriété et de l'aléa social, découlant des mécanismes légaux de transfert de propriété et s'expliquant par des raisons pratiques.

---

<sup>2489</sup> V. notamment F. BARRIERE, « La dissociation du droit de vote et de la qualité d'actionnaire, confirmation d'une révolution juridique par la voie réglementaire : les record dates », *art. préc.*

<sup>2490</sup> V. *supra*.

<sup>2491</sup> V. *supra* n° 449. Le délai varie selon les États. Au Delaware, par exemple, la date d'enregistrement doit être fixée par l'émetteur entre 60 et 10 jours avant l'assemblée (Delaware General Corporation Law § 213). Sur le système de vote américain, V. M. KAHAN et E. ROCK, « The Hanging Chads of Corporate Voting », *art. préc.*

<sup>2492</sup> Art. 7 § 3 directive du 11 juillet 2007 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées.

<sup>2493</sup> V. pour un tableau comparatif des dates d'enregistrement retenues en Europe : A. OMAGGIO, « Exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées », *JCP éd. E* 2010, n° 43, p. 1948



## b. Les décalages politiques

**482. – Présentation.** Au-delà des dissociations techniques entre perte de la qualité d'associé et transfert de l'aléa social, qui s'expliquent par des raisons pratiques, il existe des décalages politiques, organisés par les parties à la cession, afin de faciliter un transfert de pouvoir progressif au sein de la société et largement admis par la loi ou la jurisprudence.

**483. – Location et crédit-bail.** Un transfert progressif de pouvoir au sein d'une société peut d'abord se réaliser au travers d'une location ou d'un crédit-bail de droits sociaux<sup>2494</sup>. Favoriser la transmission d'entreprise était en effet l'objectif du législateur lors de l'adoption de la loi sur les petites et moyennes entreprises<sup>2495</sup> qui a ouvert cette possibilité dans les sociétés à responsabilité limitée et les sociétés anonymes<sup>2496</sup>. Dans ce cadre, le preneur jouit du droit de vote, dans les mêmes conditions que l'usufruitier, mais ne supporte pas l'aléa social, même si, percevant les dividendes<sup>2497</sup>, il est intéressé aux affaires sociales. Toutefois, si cette technique est utilisée dans l'objectif prévu, le preneur est un associé en devenir. Celui-ci a donc vocation à assumer à terme les risques de l'entreprise, de telle sorte que cette dissociation temporaire ne soulève pas de difficulté. Inversement, le bailleur continue de subir l'aléa social et de conserver pour partie ses prérogatives politiques, ce qui lui permet tout à la fois de préserver ses intérêts au sein de la société et de transmettre son entreprise de manière progressive.

**484. – Recours aux promesses croisées.** Une cession de droits sociaux étalée dans le temps peut également être organisée par recours à des promesses de vente et d'achat croisées à prix plancher, parfois à une promesse unilatérale seule<sup>2498</sup>. Dans une telle configuration, le cessionnaire est originellement titulaire de droits sociaux qu'il entend céder de manière progressive afin de faciliter la transmission de l'entreprise. Par l'utilisation de ce mécanisme, il conserve une partie de ses prérogatives politiques tout en s'assurant de pouvoir céder à terme ses droits sociaux – ce qui suppose que le prix ou les modalités de sa fixation soit prédéterminé – et couvre de ce fait l'aléa social inhérent aux titres qu'il continue de détenir. La couverture de l'aléa social n'est donc pas recherchée mais inhérente à la bonne fin de l'opération. Comme dans la location, le décalage entre transfert de l'aléa social et pertes des prérogatives pécuniaires n'est donc pas problématique et la jurisprudence a validé cette pratique. À cet égard, la situation du cessionnaire doit être distinguée de celle du capital-risqueur, du porteur ou du créancier qui reçoit

---

<sup>2494</sup> V. *supra* n° 148 et s. et 168 et s.

<sup>2495</sup> Loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises.

<sup>2496</sup> V. G. CORNU, *rapp. préc.*

<sup>2497</sup> Art. L. 239-3 al. 2 C. com.

<sup>2498</sup> V. *supra* n° 183.

les droits sociaux à titre de garantie, dans des opérations faisant également recours à des promesses simples ou croisées à prix plancher. Dans les opérations de capital-risque, la couverture du risque est l'objectif de la promesse. Dans les opérations de portage ou de garantie, la couverture du risque est une condition de l'opération, puisque le porteur ou le créancier n'entend acquérir aucun intérêt dans la marche sociale.

## **2. Le traitement des hypothèses de dissociation inhérentes aux cessions de droits sociaux**

**485. – Application du principe proposé.** Toute cession de droits sociaux donne lieu à un décalage dans le temps entre la fixation du prix et du principe de la cession et la perte de la qualité d'associé, créant ainsi des cas de dissociation qui devraient emporter l'application du principe proposé. Il en est de même lorsque les parties conviennent d'accroître ce décalage aux fins de transmission progressive du pouvoir au sein d'une société.

**486. – Décalages techniques.** Dans les premiers cas, l'application du principe proposé conduirait à priver le cédant de la qualité d'associé et des prérogatives qui y sont liées entre le transfert de propriété et l'opposabilité, ou la négociation et l'opposabilité selon le type de sociétés, pour en doter le cessionnaire. Cela reviendrait en réalité à avancer la date d'opposabilité. Or cela s'avère impossible : cette dernière nécessite l'accomplissement d'un formalisme, ce qui suppose l'écoulement d'un délai minimum entre la décision de cession et l'opposabilité. Ce décalage apparaît donc comme un mal nécessaire, qui ne prête toutefois pas à conséquence. Le principe proposé devrait ainsi trouver ici une exception.

Remarquons que cela ne conduit pas à approuver l'acquisition temporaire d'actions au jour de la date d'enregistrement aux fins de voter. En effet, dans ces situations, l'aléa est généralement couvert. Tel est le cas lorsque les actions sont empruntées ou encore qu'elles ont été acquises et simultanément cédées à terme. Alors, l'acquéreur ne pourra être qualifié d'associé. En outre, même si l'aléa n'était pas couvert, il faudrait encore réserver les cas de fraude.

**487. – Décalages politiques.** Le principe proposé s'applique différemment dans les hypothèses de location d'actions et de promesses à prix plancher. Dans le premier cas, la dissociation est expressément autorisée par le législateur, ce qui exclut l'application du principe proposé. Dans le second cas, son application conduit à priver le cédant de sa qualité d'associé et donc à empêcher toute cession étalée dans le temps. Or celle-ci est dans l'intérêt de tous : elle est utile tant au cédant et au cessionnaire, qu'à la société et ses parties prenantes. Il n'existe d'ailleurs aucune justification à un traitement différencié des cessions étalées dans le temps à l'aide de promesses à

prix plancher et d'autres types de cessions progressives, telles celles se réalisant par recours à la location de droits sociaux ou encore à un démembrement de propriété. Les cessions étalées dans le temps devraient donc faire exception au principe. Pour autant, cette exception devrait être finalisée : elle ne devrait englober que les pratiques tendant à faciliter la transmission d'un pouvoir. Au contraire, devraient être exclues les ventes à terme ou des promesses d'achat ou de vente qui n'auraient pour autre objectif que l'exonération du risque du futur cédant.

**488. – Conclusion.** Ainsi, il nous paraît légitime que le propriétaire de droits sociaux qui ne supporte plus l'aléa social du fait d'une opération tendant à une cession progressive de ses droits sociaux afin de faciliter une transmission d'entreprise conserve temporairement sa qualité d'associé. De même, il n'y a pas d'obstacle à ce que le cédant conserve sa qualité d'associé tant que la cession n'est pas opposable à la société.

\* \*

\*

**489. – Conclusion du chapitre 2.** La propriété de droits sociaux n'est plus un critère adapté de la qualité d'associé et de l'attribution du droit de vote. Il convient de tenter de réconcilier aléa social et qualité d'associé. Si des solutions de transparence et quelques mesures correctives ont parfois été avancées, de telles approches laissent insatisfait, car elles n'abordent pas la question de front et laissent subsister les situations de dissociation. La solution qui produirait les effets les plus complets est la consécration de l'aléa social comme principe unique de la qualité d'associé. Seuls ceux qui sont exposés à l'aléa social devraient se voir reconnaître la qualité d'associé et pourraient bénéficier, en conséquence, des droits qui en découlent. Un tel principe empêcherait toute dissociation entre droit de vote et aléa social.

Une fois ce principe dégagé, il a fallu s'intéresser à sa mise en œuvre afin d'en garantir l'effectivité et la pertinence. La question de l'effectivité du principe se pose essentiellement dans les sociétés cotées, dans lesquelles le degré de complexité des mécanismes de dissociation rend nécessaire des moyens simples d'identification des actionnaires et de contrôle. Cette difficulté peut être résolue aisément en faisant recours à la notion de taux de couverture, déjà utilisée en droit des marchés financiers. En outre, le contrôle des pratiques de couverture paraît désormais possible du fait de l'effort de normalisation et de surveillance des marchés dérivés engagé aux niveaux français et européen. Quant à la pertinence des effets du principe dégagé, elle doit faire l'objet d'une attention particulière en ce qui concerne les cessions de droits sociaux. Une dissociation très temporaire de l'aléa et du vote est en effet inhérente à toute cession de droits

sociaux pour des raisons techniques. Elle est en outre parfois utile et légitime d'un point de vue politique. Consacrer une exception explicite au principe liant aléa et qualité d'associé en matière de cession de droits sociaux serait ainsi opportun.

\* \*

\*

**490. – Conclusion du titre 1.** La propriété, notion protéiforme, n'est pas un principe approprié de l'attribution du droit de vote ni un critère adéquat de la qualification d'associé. Être propriétaire de parts ou d'actions ne signifie pas, en effet, assumer l'aléa social. Une relation directe entre qualité d'associé et aléa social mériterait d'être établie, par l'érection de l'aléa social en critère de qualité d'associé. Ce faisant, il serait garanti que seuls ceux supportant l'aléa social, qualifiés d'associés, puissent se voir attribuer le droit de vote. Il s'agit là de clarifier un principe sous-tendant le droit des sociétés, mais qui, faute d'avoir été expressément affirmé, est aujourd'hui malmené. Une telle solution aurait pour mérite d'appréhender tout type de dissociation, au-delà des techniques utilisées et du type de sociétés concernées. Elle est ainsi plus satisfaisante que les règles de transparence ou les mesures correctives parfois proposées dans les sociétés cotées. La consécration d'un tel principe rendrait nécessaires quelques aménagements afin de garantir son effectivité. Parmi eux, il faudrait notamment adapter les modalités de reconnaissance de la qualité d'associé – et des prérogatives sociales – aujourd'hui liée au transfert de propriété. Si ces principes étaient ainsi clarifiés, interdisant toute dissociation au niveau de l'attribution du droit de vote, il faudrait cependant s'assurer qu'un tel résultat ne puisse être atteint en jouant sur les principes régissant l'exercice du droit de vote. L'exercice du vote par un non-associé doit donc être encadré, afin d'éviter tout contournement des règles d'attribution du droit de vote.





## Titre 2

# La prévention des contournements du principe d'attribution du droit de vote

491. – Certains mécanismes permettent à un non-associé d'exercer le droit de vote. Il ne s'agit pas là d'atteintes aux règles d'attribution du droit de vote. Mais leurs effets peuvent parfois s'avérer similaires : si l'encadrement de ces mécanismes est défectueux, le vote peut être exercé par un tiers à la société pour son propre compte et dans un intérêt potentiellement distinct de celui du titulaire. Il ne suffit donc pas que le vote soit correctement attribué, encore faut-il qu'il soit exercé par son titulaire ou, du moins, dans son intérêt. Contrairement à la question de l'attribution du droit de vote, une réponse globale ne peut être apportée à ces situations. Chaque mécanisme susceptible d'engendrer une telle dissociation doit être abordé distinctement. Nous le verrons, cependant, le principe proposé en matière d'attribution du droit de vote, fondant celle-ci sur l'aléa social indépendamment de la propriété de parts sociales ou d'actions, permet parfois d'atténuer les difficultés propres à chaque mécanisme. Parmi les hypothèses de vote par un non-associé susceptibles d'engendrer des difficultés, deux types de pratiques peuvent être distinguées. Certaines ne résultent que de l'utilisation de techniques de représentation. Cependant, parce qu'elles sont mal encadrées, il n'est pas assuré que le droit de vote soit véritablement exercé pour le compte de l'associé. Dans d'autres, un tiers à la société influe, de manière occulte, sur l'exercice du droit de vote par l'associé. Il convient également de s'efforcer de limiter ces pratiques.

Certains procédés de vote pour le compte d'un associé mériteraient ainsi d'être mieux encadrés (chapitre 1), tandis que les possibilités d'accès occulte au droit de vote devraient être limitées (chapitre 2).





# Chapitre 1 : Encadrer le vote pour le compte d'un associé

**492.** – Le droit des sociétés admet des mécanismes de représentation permettant à un tiers d'exercer le droit de vote pour le compte d'un associé. Ceux-ci ne sont pas problématiques tant qu'il est garanti que ce droit est effectivement exercé pour le compte de l'associé et non dans l'intérêt propre du représentant<sup>2499</sup>. À cet égard, certains mécanismes existants demanderaient à être mieux encadrés pour éviter ce risque de dissociation.

Au-delà des mécanismes existants de représentation, il faut remarquer que le principe proposé antérieurement aboutirait à redistribuer le droit de vote du propriétaire à l'associé véritable. Il faut alors s'interroger sur la possibilité de permettre à ce dernier de laisser le propriétaire l'exercer. Ces hypothèses de vote pour compte de l'associé, si elles sont permises, doivent être encadrées afin qu'il soit assuré que le vote est exercé dans son intérêt.

Éviter que le vote pour le compte d'un associé puisse conduire à des contournements du principe d'attribution du droit de vote préalablement dégagé suppose ainsi, d'une part, de renforcer l'encadrement de certains procédés de représentation existants (section 1), d'autre part, d'encadrer la représentation de l'associé en cas de dissociation entre propriété et qualité d'associé (section 2).

## Section 1 – Renforcer l'encadrement des procédés de représentation existants

**493.** – Parmi les hypothèses de représentation dont il conviendrait d'améliorer l'encadrement, il faut distinguer le vote des actionnaires non résidents (I) des sollicitations de mandats (II).

---

<sup>2499</sup> V. PH. DIDIER, *De la représentation en droit privé*, Préf. Y. Lequette, LGDJ, 2000, n° 203 et s.

## I- Le vote des actionnaires non résidents

**494.** – Le problème soulevé par le vote des actionnaires non résidents est souvent présenté ainsi : il est peu aisé de s'assurer que le droit de vote est exercé par l'actionnaire véritable, et l'actionnaire étranger peut difficilement exercer son droit de vote au sein des assemblées des sociétés françaises<sup>2500</sup>. La difficulté porterait donc essentiellement sur l'exercice du droit de vote. Mais la question est en réalité plus complexe. Car régler les difficultés qui tiennent à l'exercice du droit de vote suppose qu'en amont, le titulaire du droit de vote soit précisément déterminé. Or l'étude de la question montre que, fréquemment, il n'en est rien. Comment assurer que le droit de vote est correctement exercé si l'on n'a pas déterminé, et identifié, l'associé véritable ? La difficulté tient donc avant tout à l'attribution du droit de vote<sup>2501</sup>. Cependant, parce que traiter la question sous cet angle paraissait trop complexe, le législateur français – comme le législateur européen – a choisi de ne l'envisager que sous l'angle de l'exercice du droit de vote, et plus précisément sous celui de l'identification des actionnaires<sup>2502</sup>.

La prise en compte de la complexité des mécanismes en jeu et la résolution des difficultés qui s'y attachent auraient pourtant nécessité de ne s'intéresser aux questions tenant à l'exercice du droit de vote (A) qu'après avoir résolu celles relatives à son attribution (B).

### A- Questions relatives à l'exercice du droit de vote

**495.** – La question du vote transfrontalier a été traitée aux niveaux européen et français sous l'angle de l'exercice du droit de vote. En réalité, nous verrons qu'une partie des difficultés qui y sont liées disparaissent une fois le titulaire du droit précisément déterminé.

Les problèmes relatifs à l'exercice du droit de vote ont été largement traités en France de sorte que la situation est aujourd'hui relativement satisfaisante de ce point de vue. Le législateur a tenté d'assurer que le droit de vote, lorsqu'il n'est pas exercé par son titulaire, l'est pour son

---

<sup>2500</sup> V. par ex. Directive 2007/36/CE, considérant 5 : « Une proportion notable des actions des sociétés cotées est détenue par des actionnaires qui ne résident pas dans l'État membre dans lequel la société a son siège social. Les actionnaires non résidents devraient pouvoir exercer leurs droits en relation avec l'assemblée générale aussi aisément que les actionnaires résidant dans l'État membre où est situé le siège social de la société. Cela suppose de supprimer les obstacles qui entravent actuellement l'accès des actionnaires non résidents aux informations pertinentes pour l'assemblée générale et l'exercice des droits de vote sans participation physique à l'assemblée générale ». V. égal. Y. GUYON, « Les actionnaires étrangers », in *Mélanges P. Van Ommeslaghe*, Bruylant, 2000, p. 497.

<sup>2501</sup> V. *supra* n° 272 et s. Spécifiquement sur cette question, V. J.-J. DAIGRE, « Du droit de vote dans les sociétés cotées », *Rev. dr. banc. fin.* juill.-août 2006 p. 1.

<sup>2502</sup> V. PH. BISSARA, *art. préc.* : « Faute de trouver une solution claire et commune à la fois au droit français et aux droits de common law, ce qui impliquerait une dissociation des notions de propriétaire et de titulaire des droits attachés aux actions (...), une solution ne pouvait être trouvée qu'en définissant des procédures d'identification et en validant l'inscription, chez les établissements financiers teneurs de comptes-conservateurs, d'intermédiaires conservant les titres pour le compte d'autrui ».

compte et non par un intermédiaire dans son intérêt propre (1). Ensuite, pour que le système fonctionne pleinement, il s'est efforcé de garantir que le titulaire du droit de vote est à même, en pratique, de l'exercer (2).

## 1. La sécurité dans l'exercice du droit de vote

**496. – Présentation.** Il convient dans un premier temps d'assurer que le droit de vote, lorsqu'il est exercé, l'est par l'actionnaire ou par son représentant et pour le compte du premier. Cela suppose d'abord une possibilité d'identification de l'actionnaire, ensuite une possibilité de vérification du respect des consignes de vote.

**497. – Identification des actionnaires non résidents.** L'identification des actionnaires répond à des besoins divers<sup>2503</sup>. Si l'on s'en tient aux aspects intéressant le droit des sociétés, cette nécessité d'identification s'explique essentiellement par deux considérations. D'une part, la connaissance de l'actionnariat d'une société constitue un besoin pour ses dirigeants dans l'élaboration de leur stratégie et en vue d'un éventuel dialogue avec les actionnaires. D'autre part, l'identification est nécessaire en vue de la détermination des titulaires des droits attachés aux titres : l'actionnaire doit être connu afin la société soit à même de vérifier que celui qui prétend exercer un droit en est titulaire ou représente valablement ce dernier. C'est cette seconde considération qui nous intéresse ici.

Avant l'adoption de la loi *relative aux nouvelles régulations économiques*, il n'existait pas de dispositif spécifique d'identification des actionnaires non résidents. Seule avait été instituée la procédure du « *titre au porteur identifiable* », qui mettait les sociétés qui avaient prévu cette possibilité dans leurs statuts en mesure de connaître le nom des personnes inscrites en compte<sup>2504</sup>. Or elle ne permettait pas de remonter la chaîne des intermédiaires lorsque la personne inscrite en compte n'était pas l'investisseur final. Elle ne s'appliquait pas, en outre, aux actions nominatives.

La loi du 15 mai 2001 est venue remédier à ces lacunes<sup>2505</sup>. D'abord, elle a obligé l'intermédiaire à déclarer sa qualité lorsqu'il est inscrit en compte pour autrui, sous peine de ne pouvoir transmettre de procuration de vote<sup>2506</sup>. Ensuite, elle a étendu la procédure d'identification existante. Désormais, la société, une fois la liste des personnes inscrites en compte obtenue, peut

---

<sup>2503</sup> V. notamment PH. BISSARA, *art. préc.*

<sup>2504</sup> Ainsi que leur nationalité, leur année de naissance ou de constitution et leur adresse. Ancien art. L. 228-2 C. com.

<sup>2505</sup> V. notamment, PH. BISSARA, *art. préc.* ; ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées françaises, rapp. préc.*

<sup>2506</sup> Art. L. 228-3-2 C. com.

demander à celles d'entre elles qu'elle estime inscrites pour le compte d'un tiers de révéler l'identité du propriétaire<sup>2507</sup>. Cela vaut également pour les actions nominatives. Il faut cependant que cette possibilité ait été prévue par les statuts. La société a ainsi la possibilité de remonter la chaîne de détention tant qu'elle n'est pas en présence de l'investisseur final. Cette procédure peut être exercée à tout moment. La loi du 15 mai 2001 a, pour ce qui regarde le droit de vote, surtout permis à la société de demander à l'intermédiaire transmettant un vote<sup>2508</sup> de fournir la liste des actionnaires non résidents pour lesquels il exerce ce droit et le nombre d'actions détenues par chacun, et ce indépendamment des prévisions statutaires. Ces renseignements doivent en outre être obligatoirement fournis lorsque les actions sont des titres nominatifs auxquels est attaché un droit de vote double<sup>2509</sup>. Tant que l'associé dont le vote a été exprimé n'a pas été identifié, le droit de vote et le droit au dividende attachés aux actions sont suspendus. En outre, une privation totale ou partielle du droit de vote ainsi que du droit au dividende peut être prononcée par le juge lorsque la personne inscrite a sciemment méconnu ses obligations<sup>2510</sup>. Mentionnons également que les auteurs du rapport sur les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées commandé par l'AMF ont préconisé que l'identité des votants et le sens de leur vote soient automatiquement transmis à la société par les intermédiaires, sans que celle-ci n'ait à en faire la demande<sup>2511</sup>.

Il a été souvent fait reproche de sa lourdeur à cette procédure. Cela vaut cependant d'avantage pour l'identification pouvant être mise en œuvre par la société à tout moment que pour l'identification préalable à l'exercice d'un droit. Dans ce dernier cas, en effet, si un mandat de vote a pu remonter la chaîne de détention, il est raisonnable de penser que cette dernière puisse être aisément parcourue en sens contraire. Le cas inverse indiquerait une anomalie dans la transmission du vote. En réalité, la complexité de la question tient à la présence d'intermédiaires et elle est irréductible. La loi relative aux nouvelles régulations économiques a, dans ce contexte, pallié au mieux l'opacité de ces situations.

**498. – Vérification du respect des consignes de vote.** Une fois assuré que le droit de vote émane du titulaire véritable, encore faut-il garantir qu'il a été pris en compte et exercé conformément à ses instructions, lorsque la technique du mandat ou du vote par correspondance a été utilisée. Là encore, la loi relative aux nouvelles régulations économiques a traité de cette

---

<sup>2507</sup> Art. L. 228-2 C. com.

<sup>2508</sup> V. sur la question de la transmission du vote par l'intermédiaire, *supra* n° 58.

<sup>2509</sup> Cela se déduit de l'article L. 228-3 al. 2 C. com.

<sup>2510</sup> Art. L. 228-3-3 C. com.

<sup>2511</sup> O. POUPART-LAFARGE (groupe de travail réuni par l'AMF présidé par), *Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées*, 7 fév. 2012, p. 25 et 26. V. A. COURET, « Déroulement des AG de sociétés cotées : pas de "révolution" en vue », *Bull. Joly* 2012, p. 377 ; P.-H. CONAC, « Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2012, p. 258.

question de manière satisfaisante. La société, comme l'actionnaire lui-même, doivent pouvoir s'en assurer.

Lorsque le vote a été exercé par l'intermédiaire au nom de l'actionnaire, il doit d'abord exister une possibilité de vérification du respect de la procédure pour la société et, plus généralement, pour tout juge qui viendrait à être saisi. C'est pourquoi l'article R. 228-6 du Code de commerce prévoit que les procurations sont conservées durant un délai de trois ans à compter de l'assemblée générale au cours de laquelle ont été exercés les droits de vote, durée correspondant au délai de prescription<sup>2512</sup>.

La vérification de la transmission du vote par l'actionnaire semble en revanche plus délicate<sup>2513</sup>. L'actionnaire ne reçoit en effet pas « d'accusé de réception » de son vote. La seule possibilité s'offrant à lui est de consulter la feuille de présence de l'assemblée, droit dont il est titulaire aux termes de l'article L. 225-117 du Code de commerce, mais dont la mise en œuvre demeure théorique pour un actionnaire non résident. Au demeurant, la lecture de la feuille de présence ne lui apporterait pas nécessairement une réponse claire à la prise en compte de son vote<sup>2514</sup>. D'une part, le sens du vote n'est pas indiqué. D'autre part, lorsque le vote a été exercé par l'intermédiaire inscrit, l'identité de l'actionnaire véritable ne sera pas toujours mentionnée. Si l'intermédiaire, notamment, a voté globalement pour l'ensemble de ses clients, l'un d'eux n'aura pas la possibilité de déterminer si ses droits de vote précisément ont été exercés<sup>2515</sup>. Seul l'envoi direct du vote à la société, sans qu'aucun intermédiaire n'intervienne, semblerait à même d'assurer à l'actionnaire non résident que son vote a été pris en compte. Le vote par correspondance « papier » permettrait à l'actionnaire d'être presque certain que son vote a été reçu, encore qu'il ne reçoive là encore aucun accusé de réception. La solution la plus simple semble aujourd'hui résider dans le vote par Internet<sup>2516</sup>. Alors, l'actionnaire pourrait plus simplement voter dès qu'il détient

---

<sup>2512</sup> Art. L. 239-9 C. com.

<sup>2513</sup> V. Paffaire récente de la prise en compte des votes par correspondance à l'assemblée générale de Lagardère, lors de l'offense de G. Wyser-Pratte : J.H., « Guy Wyser-Pratte n'abandonne pas son combat contre Lagardère », *La Tribune*, 28 août 2010 ; P.-H. DE MENTHON, « Wyser-Pratte reprend le combat contre Lagardère », *Challenges*, 9 mars 2011 ; G. WYSER-PRATTE, propos recueillis par PH. MUDRY, « Il n'y a pas de libre jeu des offres en France », *L'Agefi*, 30 sept. 2010.

<sup>2514</sup> V. art. R. 225-95.

<sup>2515</sup> A cet égard le rapport sur les assemblées générales commandité par l'AMF propose que les formulaires de vote par correspondance adressés par les intermédiaires soient toujours accompagnés d'un fichier reprenant le détail de l'identité et des votes des actionnaires. AMF, O. POUPART-LAFARGE (Groupe de travail présidé par), *Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 7 fév. 2012, proposition n° 10, p. 25 et 26. V. égal. S. TORCK, « Commentaire du rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 222.

<sup>2516</sup> V. ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées françaises, rapp. préc.*, spéc. p. 51.

ses identifiant et code de connexion et recevrait un accusé de prise en compte de son vote<sup>2517</sup>, voire un second accusé de réception après l'assemblée générale.

## 2. La facilitation de l'exercice du droit de vote

**499. – Présentation.** Une fois garantie la sécurité du système de vote des actionnaires non résidents, encore faut-il permettre à ceux-ci d'exercer effectivement leur droit. Cette question n'intéresse en réalité pas le sujet qui nous préoccupe mais relève plutôt de considérations relatives au gouvernement d'entreprise : favoriser la « démocratie actionnariale » impliquerait d'encourager le vote des actionnaires, et notamment le vote des actionnaires non résidents puisque ceux-ci constituent une part importante de l'actionnariat des sociétés cotées françaises<sup>2518</sup>. D'ailleurs, la directive *droit des actionnaires* était à l'origine essentiellement destinée à régler la question du vote des étrangers<sup>2519</sup>. L'exercice du droit de vote par les actionnaires non résidents est en outre souvent indispensable à la réunion du quorum. Il est vrai néanmoins, au-delà de cet aspect de *corporate governance*, qu'un système sûr mais non effectif aurait peu d'intérêt.

**500. – Initiatives.** La question de la facilitation de l'exercice du droit de vote a été largement abordée en France et dans l'Union européenne. On a ainsi accru les obligations d'information à la charge de la société et facilité leur circulation<sup>2520</sup>, notamment sous forme numérique<sup>2521</sup>. On a

---

<sup>2517</sup> V. *infra* n° 501.

<sup>2518</sup> V. les travaux préparatoires précités. V. égal. Directive 2007/36/CE, *préc.*, considérant 3 : « En outre, le contrôle effectif par les actionnaires est un préalable indispensable à un gouvernement d'entreprise sain et il devrait donc être facilité et encouragé. » et considérant 5 : « Une proportion notable des actions des sociétés cotées est détenue par des actionnaires qui ne résident pas dans l'État membre dans lequel la société a son siège social. Les actionnaires non résidents devraient pouvoir exercer leurs droits en relation avec l'assemblée générale aussi aisément que les actionnaires résidant dans l'État membre où est situé le siège social de la société. Cela suppose de supprimer les obstacles qui entravent actuellement l'accès des actionnaires non résidents aux informations pertinentes pour l'assemblée générale et l'exercice des droits de vote sans participation physique à l'assemblée générale. La suppression de ces obstacles devrait également bénéficier aux actionnaires résidents qui n'assistent pas, ou ne peuvent pas assister, à l'assemblée générale ».

<sup>2519</sup> V. notamment B. DONDERO, « Directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *RTDF* 2007, p. 92 ; H. GUYADER, « L'actionnaire transnational et la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 265 ; H. SYNDET et A. TENENBAUM, « Instruments financiers », *Rép. Dalloz dr. international*, janv. 2009, spéc. n° 99.

<sup>2520</sup> V. notamment sur cette question : A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, *ouvr. préc.* ; I. URBAIN-PARLEANI et M. BOIZARD, « L'objectif d'information dans la loi du 24 juillet 1966 », *Rev. sociétés* 1996, p. 447. V. égal. et notamment P. FLEURIOT, « L'évolution du gouvernement d'entreprise en France et ses conséquences pour les sociétés cotées », *Bull. COB* oct. 1995, p. 31, notamment p. 36 et s. ; Y. GUYON, « Les réformes apportées au droit des sociétés par la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », *Rev. sociétés* 2001, p. 503 ; J.-J. DAIGRE, « Loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », *JCP éd. E* 2001, n° 25, p. 1013 ; J. MESTRE et D. VELARDOCCIO, « Loi NRE : Réformes du droit des sociétés commerciales », *RLDA* juill. 2001, supplément au n° 40, p. 49 ; D. BUREAU, « La loi relative aux nouvelles régulations économiques – Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly* 2001, p. 553 ; A. COURET, « La loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE), la régulation du pouvoir dans l'entreprise », *JCP éd. E* 2001, p. 1660.

encore allégé les conditions d'exercice du vote en passant d'un système de blocage, qui était perçu comme une restriction à l'exercice du vote – notamment pour les investisseurs institutionnels non résidents –, à un système d'immobilisation puis de date d'enregistrement<sup>2522</sup>. Enfin, l'expression du vote a été favorisée par divers moyens. Le premier a été l'admission du vote par correspondance « papier »<sup>2523</sup>, qui n'allait pas de soi si l'on considérait que la « démocratie actionnariale » devait être délibérative<sup>2524</sup>. On a également permis la tenue des assemblées à distance par des moyens de télécommunication<sup>2525</sup>. La possibilité de vote par Internet a enfin été introduite. Les réformes se sont succédées et il n'est pas certain aujourd'hui que de nouvelles initiatives soient aptes à encourager l'expression des actionnaires<sup>2526</sup>. Un outil existant, le vote électronique, en revanche, semble particulièrement utile aux actionnaires non résidents sans qu'il soit aujourd'hui suffisamment développé.

**501. – Vote par Internet.** Nous l'avons déjà mentionné<sup>2527</sup>, le développement du vote par Internet en matière de vote transfrontalier permettrait de diminuer le recours à des intermédiaires et ainsi de sécuriser le processus puisque l'investisseur final serait directement en rapport avec la société via l'interface de vote et serait assuré de la prise en compte du vote exprimé. Parallèlement, il s'agit d'un système d'utilisation aisé qui faciliterait l'expression du vote. Cette possibilité de vote par correspondance sous forme électronique a été introduite par la loi relative

---

<sup>2521</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France, rapp. préc.*, spéc. p. 26. V. en dernier lieu, décret n° 2010-684 du 23 juin 2010 relatif aux droits des actionnaires de sociétés cotées.

<sup>2522</sup> V. *supra* n° 480.

<sup>2523</sup> Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, art. 25.

<sup>2524</sup> V. sur cette question, D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 117 et s. ; G. ROUJOU DE BOUBEE, *ouvr. préc.*, p. 128.

<sup>2525</sup> V. ANSA, Rapport du groupe de travail dirigé par PH. BISSARA, *L'utilisation des moyens de télétransmission et les assemblées générales d'actionnaires*, déc. 1999. V. égal. V. DE BROSSES et J. HAELLING, « L'utilisation des moyens de télécommunication aux conseils et assemblées générales des sociétés anonymes », *Bull. Joly* 2002, p. 1089 ; T. ABALLEA et S. COHEN-SALMON, « Le vote électronique dans les sociétés commerciales : vers une internationalisation du rôle des organes de décisions (réflexions à partir des Lois NRE et signature électronique) », *Rev. dr. aff. internationales* 2003, n° 3, p. 285 ; C. CATHIARD, « L'utilisation des moyens de télécommunication pour la préparation et la tenue des conseils et assemblées des sociétés anonymes », *JCP éd. E* 2007, 1660 ; F.-X. LUCAS et J.-P. VALUET, « L'utilisation des moyens de télécommunication et la tenue des assemblées générales des actionnaires », *Dr. sociétés Actes pratiques mars-avr. 2003*, p. 6 ; A. VIANDIER, *Sociétés et loi NRE, ouvr. préc.*, spéc. n° 383 et s. ; « Vote par Internet aux assemblées générales d'actionnaires – Accord de place sur un vade mecum », *Bull. Ansa*, févr.-mai 2002, n° 3104. V. égal. Y. GUYON, « L'évolution récente des assemblées d'actionnaires en droit français », *art. préc.* ; CL. DUCOULOUX-FAVARD, « Grandeur et décadence des assemblées générales d'actionnaires », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz 2003, p. 361.

<sup>2526</sup> Les auteurs du rapport sur les assemblées générales d'actionnaires commandé par l'AMF préconisent la mise en place d'un interlocuteur en charge des relations avec les investisseurs non résidents pour toute question liée à l'assemblée, dans chaque société de grande taille ayant une base actionnariale internationale. V. O. POUPART-LAFARGE (groupe de travail présidé par), *rapp. préc.*, p. 22.

<sup>2527</sup> V. *supra* n° 498.

aux nouvelles réglementations économiques<sup>2528</sup> et son décret d'application<sup>2529</sup>. Pourtant, le vote par Internet a été très peu utilisé jusqu'à présent<sup>2530</sup>. La mise en place d'un système sécurisé de vote est en effet particulièrement lourde et coûteuse, et les émetteurs comme les banques soulevaient un certain nombre d'incertitudes juridiques<sup>2531</sup>. Celles-ci ont cependant été levées peu à peu. Les formes de signatures électroniques acceptables ont été précisées<sup>2532</sup> et les modalités d'information de l'actionnaire ont été adaptées à l'utilisation de procédés électroniques de vote<sup>2533</sup>. Aujourd'hui, le système semble en passe de se développer. Un projet de création d'une plateforme électronique de vote a été lancé sous l'égide de l'Association française des professionnels du titre et a fédéré de nombreux professionnels de la place de Paris. La plateforme est devenue fonctionnelle à l'automne 2011 et les conditions de développement du vote électronique semblent désormais réunies<sup>2534</sup>. Il n'est pas certain toutefois que le projet facilite immédiatement le vote des

---

<sup>2528</sup> Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles réglementations économiques.

<sup>2529</sup> Décret n° 2002-221 du 20 février 2002 pris pour l'application de l'article L. 225-102-1 du code de commerce et modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. V. notamment A. LIENHARD, « Nouvelles réglementations économiques : commentaire du décret n° 2002-803 du 3 mai 2002 », *D.* 2002, p. 1649 ; E. CAPRIOLI, « Le vote électronique dans les assemblées générales », *Dr. et Patrimoine* nov. 2003, n° 120, p. 93 ; G. GOFFAUX, « Le vote électronique dans les sociétés par actions », *Communication Commerce Electronique* 2002, n° 3, p. 16 ; X. LINANT DE BELLEFONDS, « Le vote électronique pour les assemblées d'actionnaires », in *Mélanges J. Dupichot*, Bruylant, 2004, p. 313 ; « Vote par Internet aux assemblées générales d'actionnaires – Accord de place sur un vade mecum », *Bull. Ansa*, févr.-mai 2002, n° 3104 ; J. et B. JACOB, « "e-vote dans les AG" – Loi sur les nouvelles réglementations économiques », *Expertises des systèmes d'information* 2002, n° 265, p. 419.

<sup>2530</sup> V. AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France, rapp. préc.*, spéc. p. 37 ; A. LAMBERT, « Assemblées générales, le long chemin vers le vote électronique », *L'Agefi*, 21 oct. 2010.

<sup>2531</sup> AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France, rapp. préc.* ; T. ABALLEA et S. COHEN-SALMON, « Le vote électronique dans les sociétés commerciales : vers une internationalisation du rôle des organes de décisions (réflexions à partir des Lois NRE et signature électronique) », *art. préc.* ; J. HUET, « Quelques dispositions pour une vaste question : L'organisation du vote électronique dans les sociétés commerciales par le décret du 3 mai 2002 », *Communication Commerce Electronique* 2002, n° 7, p. 9 ; M. THOUCH, « Le vote électronique dans les assemblées générales d'actionnaires », *Bull. Joly* 2008, p. 734. V. égal. F. GARROUSTE, « Les actionnaires vont pouvoir voter par Internet », *L'Agefi*, 1<sup>er</sup> oct. 2009 ; « La signature électronique et le droit des sociétés – Le cas du vote électronique pour les assemblées générales d'actionnaires », *Bull. ANSA* 2004, n° 2, CJ 04-035.

<sup>2532</sup> Décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006 modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales. Sur les incertitudes subsistantes toutefois, V. « Vote par Internet aux assemblées générales d'actionnaires », *Journées d'études de l'ANSA 2010*, éd. ANSA, 2010, p. 78, spéc. p. 80 et 81.

<sup>2533</sup> Décret n° 2010-1619 du 23 décembre 2010 relatif aux droits des actionnaires de sociétés cotées.

<sup>2534</sup> V. l'avancement des travaux sur les sites <http://www.afti.asso.fr/> et <http://www.slib.com/>. S. VERNET GRUOT, « Droit de vote pré-assemblée générale par des moyens électroniques – Les propositions des professionnels du post-marché : Votaccess », Actes du colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*. V. égal. A. LAMBERT, « Dernière saison "à l'ancienne" avant le vote électronique », *L'Agefi Hebdo*, 24 au 30 mars 2011 ; F. GARROUSTE, « Vote en ligne : bientôt une solution pour les petits porteurs », *Les Echos*, 1<sup>er</sup> oct. 2009 ; J.-M. MOULIN, « Votaccess : le vote pré-assemblée générale par des moyens électroniques », *Bull. Joly* 2012, p. 534.



actionnaires étrangers car il doit être encore rendu compatible avec les outils informatiques déjà utilisés par les acteurs non résidents. Certaines adaptations paraissent donc encore nécessaires<sup>2535</sup>.

## B- Questions relatives à l'attribution du droit de vote

**502.** – L'équilibre auquel ces réformes ont conduit pourrait paraître satisfaisant si l'associé, et en conséquence le titulaire du droit de vote, était précisément déterminé. Mais sa détermination est souvent complexe en matière de vote transfrontalier car la chaîne des intermédiaires est parfois longue et leur statut mal déterminé<sup>2536</sup>. En principe, l'actionnaire est celui qui est inscrit en compte. Or lorsque les titres sont détenus par un non-résident, c'est souvent un intermédiaire qui est inscrit en compte. Cette situation fut longtemps contraire à la loi française qui exigeait que les titres soient inscrits au nom du propriétaire, seul titulaire des droits attachés à la qualité d'associé. Cette difficulté relative à l'inscription en compte a été résolue (1), mais la question de la détermination de l'associé demeure (2).

### 1. Propriété et inscription en compte

**503. – Situation ancienne.** Déterminer qui est actionnaire, dans les sociétés par actions, est traditionnellement simple : l'actionnaire, titulaire du droit de vote, est la personne inscrite en compte, c'est-à-dire le propriétaire<sup>2537</sup>. Certes, l'inscription en compte ne vaut entre les parties que présomption simple de propriété<sup>2538</sup>. Il n'en demeure pas moins que la société peut s'y fier, puisque l'inscription en compte conditionne l'opposabilité de la propriété, et qu'il serait illégal pour un non-propriétaire de se faire inscrire en compte. Or lorsqu'un non-résident souhaite acquérir des actions françaises, il passe le plus souvent par un intermédiaire au nom duquel les titres sont inscrits en compte. Ainsi, d'une part, si l'intermédiaire n'est pas propriétaire mais seulement mandataire ou dépositaire, le système traditionnel aurait dû conduire à lui refuser la possibilité de se faire inscrire en compte. D'autre part, l'inscription en compte de l'intermédiaire

---

<sup>2535</sup> V. P. POMMIER, « Droit de vote des non résidents dans les sociétés cotées françaises », Actes du colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*.

<sup>2536</sup> V. égal. *supra* n° 272.

<sup>2537</sup> Art. L. 228-1 al. 6 C. com.

<sup>2538</sup> Cass. com. 10 juin 1997, n° 95-16235, *Bull. civ. IV* 1997, n° 186, p. 163 ; *Bull. Joly* 1997, p. 859, note J.-J. DAIGRE ; *Banque et Droit* 1997, n° 55, p. 30, note. H. DE VAUPLANE ; *Dr. sociétés* 1997, n° 7-8, p. 18, note H. HOVASSE ; Cass. com. 22 oct. 2002, n° 98-22772, *Rev. dr. banc. et fin.* janv.-fév. 2003, p. 36, note H. LE NABASQUE ; *Bull. Joly bourse* janv.-fév. 2003, p. 43, note PH. GOUTAY et E. LUYTON ; *Petites affiches* 12 août 1997, n° 64, obs. P. M.

aurait dû amener à refuser à l'investisseur réel le bénéfice des droits attachés à la qualité d'actionnaire. Le système était donc confus et source d'insécurité<sup>2539</sup>.

**504. – Situation nouvelle.** La loi *relative aux nouvelles régulations économiques*<sup>2540</sup> a répondu à ces critiques en consacrant une exception au principe imposant que les titres soient inscrits au nom du propriétaire. Désormais, dans les sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé, un intermédiaire peut être inscrit en compte lorsque le propriétaire est un non résident, pourvu qu'il déclare qu'il agit en cette qualité<sup>2541</sup>. Ce premier point a donc été réglé.

Remarquons qu'en cela, les autorités françaises ont levé la difficulté de manière plus rigoureuse que ce qui avait été envisagé au niveau européen. Les instances européennes, dans l'élaboration de la directive *droit des actionnaires*<sup>2542</sup>, se sont largement inspirées du rapport publié par le groupe de travail réuni en 2002 par le ministre de la justice néerlandais, sous la direction de Monsieur Winter<sup>2543</sup>. En présence d'une chaîne de détention internationale, celui-ci refusait de prôner que le droit de vote soit reconnu à l'investisseur supportant le risque économique et conseillait plutôt de le conférer au dernier inscrit en compte dans le système européen<sup>2544</sup>. S'il

---

<sup>2539</sup> V. PH. BISSARA (rapport du groupe de travail présidé par), *L'identification des actionnaires des sociétés cotées*, ANSA, 1997 ; PH. BISSARA, « L'identification des actionnaires dans la loi NRE », Journée d'étude Dalloz du 22 octobre 2002, *art. préc.* ; J.-P. VALUET, « Le vote en assemblée générale des actionnaires non résidents », *Actes prat. ing. soc.* juin 1998, n° 39, p. 3.

<sup>2540</sup> Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 *relative aux nouvelles régulations économiques*. V. ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées françaises*, janv. 2003 ; PH. BISSARA, « L'identification des actionnaires dans la loi NRE », *Bull. ANSA* déc. 2002 - janv.-fév. 2003, n° 63-3177 ; A. COURET, « L'amélioration des droits des actionnaires », in *La loi NRE et le droit des sociétés*, Montchrestien, 2003, p. 61 ; A. COURET, « La reconnaissance en droit des sociétés anonymes d'un étrange droit à la légitime défiance », *art. préc.* ; M. BANDRAC et J.-PH. DOM (avec la collaboration de Landwell et associés), *Loi NRE et autres réformes – Réflexions et solutions pratiques en droit des sociétés*, Préf. Ph. Marini, Ed. Joly, 2002 ; N. CUZACQ, « Synopsis des récentes réformes législatives relatives au droit des marchés financiers », *Gazette du Palais* 26 octobre 2002, n° 299, p. 2 ; H. GUYADER « L'actionnaire transnational et la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *art. préc.* ; H. LE NABASQUE, « Commentaire des principales dispositions de la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques intéressant le droit des sociétés (1<sup>ère</sup> partie) », *Petites affiches* 5 juill. 2001, n° 133, p. 3 ; B. LECOURT, « Proposition revisitée de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive n° 2004/109/CE », *art. préc.* ; P. LEDOUX et CH. ARSOUZE, « Le vote des actionnaires non résidents », *Bull. Joly* 2004, p. 1065 ; M. STORCK, « Les nouvelles dispositions applicables au vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées françaises », *art. préc.* ; J.-P. VALUET, « Identification et vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *art. préc.* ; J.-P. VALUET, « Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives à l'identification et au vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *art. préc.* ; A. VIANDIER, *Sociétés et loi NRE*, *ouvr. préc.* V. égal. « Possibilité pour un intermédiaire inscrit ou un actionnaire non résident de participer à une assemblée générale », *Bull. ANSA* 2011, n° 2, Comité juridique, n° 11-025.

<sup>2541</sup> Art. L. 228-1 al. 7 et 8 C. com. ; art. L. 211-4 C. mon. fin. (Il existe une autre exception, en matière d'organisme de placement collectif, qui permet la désignation du fonds à la place des copropriétaires de titres).

<sup>2542</sup> Directive 2007/36/CE du parlement européen et du conseil du 11 juillet 2007 *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*, *préc.*

<sup>2543</sup> Groupe de travail présidé par J. WINTER et constitué par le ministère de la justice néerlandais, *Cross-Border Voting in Europe*, août 2002, rapport disponible sur le site : <http://www.wodc.nl>.

<sup>2544</sup> *Rapp. préc.*, p. 25 et s.

s'avérait que le dernier inscrit en compte n'était en réalité qu'un intermédiaire, il était conseillé que la législation nationale l'autorise à permettre à son client d'exercer le droit de vote<sup>2545</sup>. Il s'agissait là d'un système de compromis – inspiré du droit des pays de *Common law* –, puisqu'il n'était pas assuré que le droit de vote soit reconnu à celui qui supporte le risque économique ni même au propriétaire, mais qu'il permettait de sécuriser l'exercice du droit de vote en matière transfrontalière. Le législateur européen s'est inspiré de ce rapport afin d'élaborer un projet de directive qui tentait de définir la notion d'actionnaire pour y inclure certains intermédiaires et leur reconnaître ainsi le droit de vote, alors même qu'ils ne seraient pas les propriétaires des titres, ou plus généralement leurs propriétaires économiques<sup>2546</sup>. Face aux résistances rencontrées<sup>2547</sup>, la proposition initiale n'a pas été retenue et toute liberté a été laissée aux États membres. L'actionnaire est aujourd'hui défini comme « *une personne physique ou morale qui est reconnue comme actionnaire par le droit applicable* »<sup>2548</sup> et chaque État peut tenir ou non l'intermédiaire inscrit pour actionnaire<sup>2549</sup>. Ce choix est heureux car le système proposé aurait conduit tout à la fois à reconnaître le droit de vote à un simple intermédiaire et à lui permettre de conférer son droit au véritable actionnaire, ce qui n'aurait pas eu grand sens<sup>2550</sup>, d'autant que cette consultation de l'actionnaire véritable par l'intermédiaire aurait pu être qualifiée en droit français de convention de vote prohibée.

**505. – Conclusion.** La difficulté liée à l'inscription en compte a donc été surmontée en France, et ce de manière plus rigoureuse que celle préconisée par les travaux européens.

## 2. Propriété et attribution du droit de vote

**506. – Présentation.** Le législateur français, s'il a apporté un premier élément de réponse en permettant de dissocier la propriété – et donc l'attribution des droits pécuniaires et politiques – de l'inscription en compte, n'a pas pour autant résolu la question principale : celle de la détermination de l'actionnaire véritable.

---

<sup>2545</sup> *Rapp. préc.*, p. 29 et s.

<sup>2546</sup> Commission européenne, *Elaboration d'un régime approprié encadrant les droits des actionnaires – Document de consultation des services de la direction générale « marché intérieur »*, 16 sept. 2004.

<sup>2547</sup> Commission européenne, *Synthesis of the comments on the consultation document of the service of the internal market directorate-general "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, avr. 2005.

<sup>2548</sup> Art. 2, *dir. préc.*

<sup>2549</sup> V. égal. art. 13, *dir. préc.*

<sup>2550</sup> V. sur ce point B. LECOURT, « Proposition revisitée de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive n° 2004/109/CE », *art. préc.*

**507. – Situation française.** Pour cela, en application du critère traditionnel, il convient de rechercher le propriétaire, seul considéré comme associé au regard du droit français : quant aux droits et obligations des associés, c'est en effet la *lex societatis*<sup>2551</sup> qui s'applique, c'est-à-dire la loi du siège social<sup>2552</sup>. Or l'observation des chaînes internationales de détention montre que le résultat de cette démarche est souvent incertain. Celui qui désire investir dans une société française non cotée sur le marché étranger a le choix soit d'acquérir des actions sur le marché français – auquel cas c'est généralement un intermédiaire qui est inscrit en compte –, soit d'acquérir des *depository receipts*. Dans les deux cas, nous l'avons vu<sup>2553</sup>, la détermination du propriétaire est délicate.

**508. – Travaux européens et internationaux.** Sur cette question, ainsi qu'il l'a déjà été mentionné<sup>2554</sup>, les autorités européennes, suivant les propositions du rapport du groupe de travail présidé par Monsieur Winter, ont tenté d'imposer une définition de l'actionnaire dans les sociétés cotées. Le rapport *Winter* avait proposé de tenir pour actionnaire le dernier inscrit en compte qui ne soit pas un intermédiaire admis comme participant au sein des systèmes de détention de titres européens. Appliqué à la France, cela aurait signifié notamment qu'un intermédiaire américain inscrit en compte aurait été considéré comme actionnaire<sup>2555</sup>. Selon le rapport, les États devaient toutefois donner la possibilité à cet « actionnaire » de conférer le droit de vote à ses clients, ce qui aurait permis, sans le garantir toutefois, que le droit de vote puisse être exercé par celui qui supporte l'aléa social. C'est cette proposition que la Commission européenne avait reprise dans sa première consultation<sup>2556</sup>. Les tenants de ce principe admettaient qu'il s'agissait d'un pis aller mais considéraient que l'on ne pouvait tenir pour actionnaire celui qui supporte le risque économique, faute pour lui d'être suffisamment aisément déterminable<sup>2557</sup>. La proposition était cependant largement contestée, beaucoup considérant que le critère du risque économique était seul valable<sup>2558</sup>. Outre que la proposition conduit à une construction surprenante sans grande rigueur, elle appelle deux remarques. D'une part, la considération du seul vote transfrontalier aurait conduit à introduire un principe à la portée bien plus large que ce seul domaine, et ce sans réflexion d'ensemble. D'autre part, il n'est pas certain que l'affirmation selon laquelle celui qui

---

<sup>2551</sup> Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 oct. 1972, *Soc. Royal Dutch*, préc. V. H. SYNDET, « Société », art. préc. ; M. MENJUCQ, *ouvr. préc.*, spéc. n° 107.

<sup>2552</sup> Art. 1837 C. civ. ; art. L. 210-3 C. com.

<sup>2553</sup> V. *supra* n° 162 et s.

<sup>2554</sup> V. *supra* n° 504.

<sup>2555</sup> Cela aurait également conduit à tenir pour actionnaire tout propriétaire de titres inscrit en compte, alors même qu'il ne subirait pas l'aléa social (ce qui est le cas aujourd'hui).

<sup>2556</sup> Commission européenne, *Elaboration d'un régime approprié encadrant les droits des actionnaires – Document de consultation des services de la direction générale « marché intérieur »*, préc.

<sup>2557</sup> V. Groupe de travail présidé par J. Winter, *rapp. préc.*, spéc. p. 28 et p. 30.

<sup>2558</sup> Commission européenne, *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General – « Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights »*, avr. 2005, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

subit le risque économique est difficilement déterminable soit juste. Dans les cas du vote transfrontalier, sa détermination semble relativement aisée. Il s'agira le plus souvent du dernier inscrit en compte à l'étranger, ou du client du dernier inscrit en compte lorsque celui-ci agit comme *trustee* ou *nominee*. Si pour la société, identifier son actionnaire en remontant la chaîne de détention n'est pas toujours aisé en pratique pour des raisons de transmission d'informations, il est beaucoup plus simple à l'occasion de l'exercice du droit de vote de vérifier que celui au nom duquel il est exercé supporte l'aléa social.

Abandonnant ce projet contesté, la Commission européenne a dans sa seconde consultation proposé de conférer le droit de vote à celui qu'elle désigne indifféremment d'investisseur final (*ultimate investor*) ou de dernier inscrit en compte dans la chaîne de détention (*ultimate accountholder*)<sup>2559</sup>. Le droit de vote serait ainsi conféré à la personne physique ou morale inscrite en compte pour son propre compte<sup>2560</sup>. La proposition était plus acceptable que la première mais laissait de côté l'hypothèse où le dernier inscrit détenait les actions pour le compte d'un autre<sup>2561</sup>. Car le dernier inscrit n'est pas nécessairement l'investisseur final<sup>2562</sup>. Puis la rédaction de la définition de l'actionnaire a été retouchée dans la proposition de directive<sup>2563</sup> pour désigner « *toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public qui détient : (i) des actions de l'émetteur, en son propre nom et pour son propre compte ; (ii) des actions de l'émetteur, en son propre nom mais pour le compte d'une autre personne physique ou morale* ». Cette précision modifiait évidemment la portée de la définition : celle-ci ne désignait plus l'investisseur final supportant le risque économique mais le dernier inscrit en compte. En France, en l'état du droit positif, cela changeait peu la donne dans le cas d'une chaîne de détention nationale : puisque l'actionnaire est le propriétaire et que le propriétaire est la personne inscrite en compte, le dernier inscrit en compte est logiquement le propriétaire-actionnaire. Cela pouvait en revanche modifier le droit applicable aux chaînes de détention internationales si l'on considérait que le dernier inscrit en compte n'était pas nécessairement le propriétaire. Comme la première proposition toutefois, celle-ci aboutissait à poser une définition générale de la notion d'actionnaire dont la portée excédait la question du

---

<sup>2559</sup> Commission européenne, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, 13 mai 2005, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>2560</sup> « *The legal or natural person that holds a securities account for its own account* ».

<sup>2561</sup> Pour les critiques de la proposition : Commission européenne, *Synthesis of the comments on the second consultation document of the internal market and services directorate-general "Fostering an appropriate regime for shareholders' rights"*, sept. 2005, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

<sup>2562</sup> V. *supra* n° 163.

<sup>2563</sup> Commission européenne, *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2004/109/CE*, 5 janv. 2006, COM(2005) 685 final, disponible sur <http://ec.europa.eu>. V. égal. : *Commission staff working document, annex to the proposal for a directive of the european parliament and of the council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact assessment*, SEC(2006) 181, 17 fév. 2006, disponible sur <http://ec.europa.eu>.

vote transfrontalier sans véritable réflexion globale. La Commission précisait qu'il ne s'agissait que d'une reprise légèrement modifiée de la définition déjà posée dans la directive *Transparence*. Il ne faut toutefois pas en déduire que le droit européen comportait déjà une telle définition. La directive *Transparence* ne s'attachait en effet qu'à définir la notion de « détenteur d'actions » et non celle d'actionnaire, ce qui ne préjugait donc en rien de cette dernière notion et de l'attribution des droits entre les différents intervenants dans la chaîne de détention<sup>2564</sup>.

Cette définition a finalement été abandonnée dans la directive, l'actionnaire étant celui que le droit national désigne comme tel<sup>2565</sup>. Les États membres ont donc conservé leur liberté. Le principe posé dans la proposition de directive a toutefois été indirectement repris dans le projet de directive sur le droit des titres, puisqu'il a été envisagé d'imposer que le dernier inscrit en compte puisse exercer les droits attachés aux titres sous-jacents<sup>2566</sup>. Ce projet n'a toutefois pas encore abouti. Remarquons également que les rédacteurs de la Convention de Genève sur les titres<sup>2567</sup> ont pris le même parti que les rédacteurs de la directive *droit des actionnaires* en proposant une définition fonctionnelle qui ne préjuge pas de la nature des droits dérivant du crédit des titres sur un compte d'instruments financiers<sup>2568</sup>. Les questions de droit des sociétés sont en outre expressément écartées du champ de la convention<sup>2569</sup>.

En ce qui concerne les *depository receipts*, leur réglementation au niveau européen a été envisagée sous la forme d'une directive, puis d'une recommandation, qui aurait visé à s'assurer que leurs titulaires soient considérés comme actionnaires et à encadrer l'exercice du vote par l'intermédiaire. Cette idée semble finalement avoir été abandonnée<sup>2570</sup>.

---

<sup>2564</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, art. 1 e) : « "détenteur d'actions" : toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public, qui détient, directement ou indirectement : i) des actions de l'émetteur, en son propre nom et pour son propre compte ; ii) des actions de l'émetteur, en son propre nom mais pour le compte d'une autre personne physique ou morale ; iii) des certificats représentatifs de valeurs mobilières, auquel cas le détenteur du certificat représentatif est considéré comme le détenteur des actions sous-jacentes représentées par le certificat ».

<sup>2565</sup> Directive 2007/36/CE, préc., art. 2 : « Aux fins de la présente directive, on entend par : (...) b) « "actionnaire" : une personne physique ou morale qui est reconnue comme actionnaire par le droit applicable ».

<sup>2566</sup> V. Commission européenne, *Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions, consultation document of the services of the directorate-general internal market and services*, 2010, DG Markt G2 MET/OT/acg D(2010) 768690, spéc. p. 6.

<sup>2567</sup> *Convention Unidroit sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés* du 9 octobre 2009, art. 8, 2°. La convention est actuellement soumise à signature et n'a pas été ratifiée par la France.

<sup>2568</sup> V. Projet de commentaire officiel sur le projet de Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés, 17 juil. 2009, disponible sur <http://www.unidroit.org/>.

<sup>2569</sup> Conv. préc., art. 8, 2°. V. égal. l'art. 29.

<sup>2570</sup> V. notamment Commission européenne, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services*, 30 avr. 2007, disponible sur <http://ec.europa.eu/>.

La question de la détermination de l'actionnaire en droit français demeure donc entière. Remarquons que l'harmonisation européenne des systèmes de détention de titres simplifierait le traitement du vote transfrontalier<sup>2571</sup>. Elle ne résoudrait toutefois pas entièrement la difficulté puisque la compatibilité des systèmes européens et des systèmes étrangers devrait encore être assurée. En outre, les notions en jeu n'étant pas uniquement d'ordre financier, il n'est pas certain qu'une unification des systèmes de détention suffise à régler toutes les difficultés : certaines, notamment, tiennent au droit des biens. Enfin, il convient de noter qu'une modification du système français de détention influencerait sur les concepts du droit des sociétés : l'adoption d'un système de détention indirecte rendrait nécessaire une adaptation de la notion d'actionnaire.

**509. – Application du critère de l'aléa social.** Le critère de l'aléa social permettrait de résoudre efficacement la question du vote transfrontalier. Dans les cas d'acquisition de titres par un investisseur étranger sur le marché français par le biais d'intermédiaires, seul l'investisseur se verrait ainsi doté de la qualité d'associé et des prérogatives qui en découlent, peu important la nature juridique des relations entre les différents maillons de la chaîne. Le plus souvent, l'associé serait le dernier inscrit en compte. Toutefois, cela permettrait également de prendre en considération des figures où un tiers est inscrit pour le compte d'autrui, tel le cas d'un *trustee* ou d'un *nominee*. De même, l'interposition du *depository* entre le teneur de compte français et le titulaire de *depository receipts* n'aurait aucune conséquence sur la situation de ce dernier qui serait logiquement qualifié d'associé et doté des prérogatives sociales.

Le groupe de travail dirigé par Monsieur Winter avait fait reproche à une telle analyse du manque de déterminabilité de celui qui supporte l'aléa social<sup>2572</sup>. Deux éléments de réponses peuvent être apportés. D'une part, dans les hypothèses de vote transfrontalier, ainsi qu'on l'a déjà souligné<sup>2573</sup>, déterminer celui qui supporte l'aléa social, qualifié « d'investisseur final » dans les travaux européens, paraît relativement simple. Il s'agit du dernier inscrit en compte, sauf lorsque ce dernier agit pour le compte d'autrui et ce quel que soit son statut juridique. D'autre part, les difficultés actuelles en matière de vote transfrontalier quant à la détermination de l'actionnaire sont plus prononcées que celles qui résulteraient de la mise en œuvre du principe proposé : la sécurité juridique en serait au contraire accrue. En effet, celui qui supporte l'aléa social est souvent mieux déterminable que le propriétaire. Car les concepts de droit des biens sont très

---

<sup>2571</sup> V. The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, nov. 2001 ; The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, avr. 2003 ; et les travaux de la Commission européenne sur le site : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_fr.htm), et du groupe *Sécurité juridique* sur le site : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/certainty\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_fr.htm).

<sup>2572</sup> V. *supra* n° 508.

<sup>2573</sup> V. *supra* n° 508.

différents d'un pays à l'autre et fortement dépendants de traditions juridiques anciennes. Une seule notion juridique ne permet pas d'apporter une solution globale prenant en compte des systèmes juridiques très divers<sup>2574</sup>. Le recours à une notion économique souple vaut alors mieux qu'une notion juridique rigide qui n'a pas toujours d'exact équivalent à l'étranger. Opter pour la souplesse n'est pas nécessairement sacrifier à la sécurité<sup>2575</sup>. La difficulté ne porterait alors pas sur la déterminabilité de l'associé, comme c'est le cas actuellement, mais seulement sur son identification en pratique par la société. Il ne s'agit plus là, cependant, d'une question relative à l'attribution du droit de vote mais à son exercice. Et remarquons que cette question se pose quel que soit le critère retenu : l'identification de l'associé, qu'il soit celui qui supporte l'aléa social ou le propriétaire, se complique avec l'allongement de la chaîne de détention.

**510. – Conclusion.** Alors que les difficultés relatives à l'exercice du droit de vote ont été traitées de manière relativement satisfaisante par la loi, l'actionnariat étranger continue de soulever des interrogations quant à la détermination de l'associé et à l'attribution subséquente du droit de vote. L'adoption du critère de l'aléa social constituerait une réponse adaptée. A défaut de détermination fiable de l'actionnaire, les efforts tendant à l'encadrement de la représentation de l'actionnaire étranger par son intermédiaire seraient voués à l'échec. A côté de la représentation des actionnaires non-résidents, la sollicitation de mandats constitue une autre hypothèse dans laquelle la représentation de l'associé peut être source de difficultés.

## II- Les sollicitations de mandats

**511. – Présentation.** Le propre des techniques de représentation est que le représentant agit pour le compte et au nom du représenté, et donc implicitement dans l'intérêt de ce dernier<sup>2576</sup>. Or la particularité des sollicitations de mandats<sup>2577</sup> tient à la démarche positive du solliciteur. Celui-ci agit dans son intérêt propre, dans un objectif pré-déterminé. La sollicitation est d'ailleurs

---

<sup>2574</sup> Cela avait été relevé dans les travaux de préparation de la directive *Droit des actionnaires*. Commission européenne, *Synthesis of the comments on the second consultation document of the internal market and services directorate-general 'Fostering an appropriate regime for shareholders' rights'*, sept. 2005.

<sup>2575</sup> V. par ex., J. DABIN, *Théorie générale du droit*, Dalloz, 1969, n° 245 : « Si nécessaire qu'il soit, en principe, le caractère défini des règles juridiques est, dans l'ensemble, affaire de juste milieu et, pour chaque règle à élaborer, affaire d'espèce : la définition n'est donc requise que jusqu'à un certain degré – celui en-deçà duquel la règle, décidément trop molle, glisse entre les doigts. D'autant que la définition n'est pas non plus sans inconvénient. Un droit trop strictement défini, surtout par des traits de pure forme, est un droit incomplet, car il laisse hors de sa prise telles hypothèses identiques au fonds mais non formellement prévues ; souvent, en outre, il manque de souplesse, par absence de marge pour les cas singuliers dérogeant à la normale ». Remarquons au demeurant que l'aléa social n'est pas un « standard ». Il est susceptible d'une définition précise dont aucun élément n'est variable et d'une application objective. (V. sur le concept de notion souple, J.-L. BERGEL, *Théorie générale du droit, ouvr. préc.*, n° 174 : « Ces concepts ne sont pas indéfinissables, mais la définition dont ils sont l'objet comporte certains éléments variables laissés à l'appréciation du juge en fonction des faits et dont la compréhension dépend du contexte social et idéologique du lieu et du moment (...) »).

<sup>2576</sup> V. PH. DIDIER, *ouvr. préc.*, n° 179 et s.

<sup>2577</sup> V. égal. *supra* n° 285 et s.



couramment présentée comme une alternative à une offre publique ou en constitue souvent le complément<sup>2578</sup>. Il s'agit pour le solliciteur d'augmenter son pouvoir dans la société à un coût moindre que ce qu'une acquisition d'actions représenterait. Il existe donc un risque de divergence entre les intérêts respectifs du solliciteur et du sollicité – bien plus important que celui qui existe relativement à un mandat conféré à l'initiative du mandant<sup>2579</sup> –, ce qui à grande échelle s'avère problématique. Aussi cela suppose-t-il que l'actionnaire sollicité qui accorde un mandat soit exactement informé de la portée de son acte et des intentions du solliciteur. Mais ceci n'est pas propre au droit des sociétés. La transparence, l'intégrité, la sécurité et l'égalité sur le marché<sup>2580</sup>, lorsque la sollicitation est publique, requièrent également un encadrement ferme de la sollicitation dans les sociétés cotées. Or la réglementation actuelle des sollicitations semble insuffisante à cet égard et gagnerait à être complétée si la pratique venait à se répandre.

Son développement reste néanmoins incertain et certains obstacles légaux devraient encore être levés. Le lancement efficace d'une sollicitation supposerait notamment que le solliciteur puisse connaître l'identité des actionnaires<sup>2581</sup>. Il devrait ainsi être mis à même de contraindre la société à lui fournir la liste des actionnaires qu'elle connaît ou de lui imposer de transmettre aux actionnaires les documents de sollicitation par le biais des teneurs de compte, à l'image de ce qui existe aux États-Unis<sup>2582</sup>. Il conviendrait également d'éclaircir le champ d'application exact de l'article L. 242-9 du Code de commerce. Dans une moindre mesure, une clarification des dispositions sur les franchissements de seuils serait bienvenue. Aujourd'hui, en effet, sont assimilés aux droits de vote attachés aux actions dont on est propriétaire ceux qui peuvent être exercés librement en vertu d'une procuration en l'absence d'instructions spécifiques<sup>2583</sup>. Les voix détenues en vertu d'un mandat partiellement impératif doivent-elles être nécessairement exclues ? Qu'en est-il lorsque les instructions spécifiques qui sont données vont dans le sens des intentions annoncées ? Si une interprétation littérale des textes commande d'exclure ces voix du décompte, une interprétation téléologique pourrait amener à une solution contraire. Il existe donc une incertitude qui demande à être éclaircie, d'autant que ces mêmes dispositions régissent également le calcul des seuils d'offre publique obligatoire<sup>2584</sup>. Relevons néanmoins que ces incertitudes constituent autant de freins au développement d'une pratique dont la légitimité est contestable.

---

<sup>2578</sup> V. sur la pratique américaine *supra* n° 283.

<sup>2579</sup> V. B. DONDERO, « Le mandat de vote confié à un tiers », Actes du colloque du 13 oct. 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*.

<sup>2580</sup> V. sur les principes directeurs des marchés, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 21 et s.

<sup>2581</sup> V. *supra* n° 301. V. J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, « La prise de contrôle rampante », *préc.*, spéc. p. 8 ; A. OMAGGIO, *art. préc.*, spéc. n° 35.

<sup>2582</sup> V. *supra* n° 280.

<sup>2583</sup> Art. L. 233-9 C. com. V. *supra* n° 291.

<sup>2584</sup> Art. L. 433-3 al. 2 C. mon. fin.

Sous cette réserve, un meilleur encadrement de la pratique serait opportun, favorisant tout à la fois la protection des actionnaires et des investisseurs, la transparence de la campagne et l'exactitude des informations publiées.

Les sollicitations gagneraient à être traitées par des dispositions spéciales, distinctes de celles régissant le mandat de vote. La sollicitation n'est en effet pas seulement une pratique qui vise à obtenir la procuration d'un actionnaire et dont on devrait garantir qu'elle ne surprenne pas le consentement de ce dernier. Elle est une pratique qui, par sa dimension généralement publique et collective, affecte les marchés financiers. La réglementation des sollicitations doit donc intégrer cet aspect afin que les principes directeurs des marchés financiers soient préservés. Par sa dimension généralement publique et collective encore, elle bouleverse la vie sociale, même lorsqu'elle ne vise pas au changement de contrôle<sup>2585</sup>. Il ne s'agit donc pas seulement de faire en sorte que le consentement des actionnaires ne soit pas surpris, mais de garantir que la pratique ne vienne pas troubler démesurément la vie sociale en assurant que la sollicitation se fait sur une base exacte et transparente. L'octroi d'un mandat suite à une sollicitation doit ainsi faire l'objet d'une protection renforcée et d'une information moins tardive que l'octroi d'un mandat de vote à la seule initiative du mandant.

Aussi une information adéquate des sollicités doit-elle être garantie. Un contrôle *a priori* des pratiques pourrait en outre être instauré et la sanction devrait être adaptée. Enfin, il convient de préciser les modalités de la sollicitation pour le compte d'un tiers. Avant tout néanmoins, et corrélativement, le renforcement de la réglementation rendrait nécessaire une restriction du champ d'application du dispositif légal.

**512. – Restriction du champ d'application du dispositif légal.** Le renforcement des obligations pesant sur les solliciteurs supposerait que la définition des sollicitations soit précisée. L'article L. 225-106-2 pose en effet une définition très large – le fait de « *proposer directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit* » – qui s'avérerait alors exagérément étendue. Le régime rénové devrait être réservé, de manière alternative, aux sollicitations collectives ou publiques. Seules celles qui revêtent un de ces deux caractères sont en effet susceptibles d'affecter durablement le fonctionnement des marchés et la vie sociale ; seul leur caractère collectif ou public justifie donc leur soumission à un régime renforcé de protection et de transparence.

---

<sup>2585</sup> V. E. LODANO, *art. préc.*

On doit entendre par sollicitation collective celle qui s'adresse à un nombre minimal d'actionnaires, qu'il conviendrait de déterminer. À titre d'exemple, la réglementation américaine fixe ce nombre à dix. Une telle campagne, par son ampleur, suppose en effet que sa transparence et son intégrité soient assurées au risque d'affecter les marchés et le fonctionnement social. Mais une sollicitation peut également être directement adressée à un petit nombre d'actionnaires tout en étant rendue publique. Or cette publicité est susceptible d'affecter marché et vie sociale, ce qui justifie que ce type d'opération soit soumis au même régime qu'une sollicitation collective. La notion de publicité resterait encore à définir. Il semble qu'il faille considérer comme publique une communication qui émane du solliciteur ou d'une personne agissant pour son compte et qui a pour objet ou pour effet l'obtention d'un mandat. L'ébrulement d'une démarche par un tiers au contraire ne devrait pas conduire à lui seul à faire peser une obligation, qui est relativement lourde, sur un acteur qui ne recherche pas la publicité. De même, lorsqu'une personne demandant l'octroi d'un mandat à un nombre réduit d'actionnaires dévoile l'opération visée sans que cette divulgation n'ait pour objet ni pour effet l'octroi de nouvelles procurations – par exemple, parce que l'existence de l'opération a été ébruitée par des tiers et que cet ébrulement a dépassé le stade d'une simple rumeur<sup>2586</sup>, ce qui la soumet à une obligation d'information aux termes de l'article 223-2 ou 223-6 du Règlement général de l'AMF –, il n'est pas nécessaire qu'elle se soumette aux dispositions régissant les sollicitations.

**513. – Information des sollicités.** Une fois le champ d'application de la réglementation mieux déterminé, il devrait être garanti que l'actionnaire sollicité puisse donner mandat en connaissance de cause.

En premier lieu, celui-ci devrait être informé de la portée de l'assemblée pour laquelle procuration lui est demandée. Cela suppose qu'il soit à même de déterminer son ordre du jour et plus précisément les projets de résolution qui y seront discutés. À l'image des obligations incombant à la société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé lorsqu'elle met à disposition de ses actionnaires un formulaire de vote par correspondance ou de vote par procuration<sup>2587</sup>, il serait cohérent d'exiger du solliciteur qu'il indique l'ordre du jour de l'assemblée et qu'il détaille les projets de résolution, au lancement d'une sollicitation<sup>2588</sup>. Un

---

<sup>2586</sup> Sur les rumeurs, V. notamment, COB, « Le programme d'action de la Commission des opérations de bourse », *Rapport annuel* 1996, p. 17, spéc. p. 27.

<sup>2587</sup> Art. R. 225-73 (pour les formulaires de vote par procuration) et art. R. 225-73-1 (pour les formules de mandat).

<sup>2588</sup> L'ordre du jour et les projets de résolution commencent à être connus dès la publication de l'avis de réunion par la société (art. R. 225-73 C. com.), puis deviennent définitifs 25 jours avant l'assemblée lorsque les actionnaires ne peuvent plus proposer l'inscription de projets de résolution à l'ordre du jour (art. R. 225-72 II). Ils peuvent être connus aisément car la société doit les publier sur son site Internet pendant une période ininterrompue commençant au plus tard le vingt et unième jour précédant l'assemblée (art. R. 225-72-1).

document en ce sens pourrait accompagner les formules de procuration distribuées, le cas échéant. Il pourrait également être exigé de lui qu'il mette à disposition de tels documents sur son site Internet, dont l'existence et le contenu seraient mentionnés dans les documents émis à destination des actionnaires. Cette exigence ne paraît pas déraisonnable. Il est par exemple déjà fait obligation aujourd'hui de disposer d'un site Internet aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>2589</sup> et à celles qui autorisent le vote électronique<sup>2590</sup>.

En second lieu, l'actionnaire sollicité devrait être en mesure de connaître les intérêts du solliciteur. D'abord, les conflits d'intérêts devraient être divulgués au moment du lancement de la sollicitation. Il n'existe actuellement qu'une disposition générale relative au mandat de vote faisant naître une telle obligation à la charge du mandataire lorsqu'il reçoit procuration<sup>2591</sup>. Or lorsque le mandataire adopte une démarche positive de sollicitation, il serait sain que l'indication des conflits d'intérêts soit antérieure à l'octroi du mandat et concomitante au lancement de l'appel à mandat. Une disposition spéciale aux sollicitations serait donc bienvenue. Là encore, la publication de cette information sur le site Internet du solliciteur constituerait une solution opportune. Mettre en mesure le sollicité de connaître les intérêts du solliciteur suppose ensuite que ce dernier publie ses intentions de vote avant que mandat ne lui soit donné. Les dispositions nouvelles n'exigent pas, en effet, une divulgation des intentions de vote mais se contentent d'imposer la publication d'une politique de vote, ce qui est insuffisamment protecteur<sup>2592</sup>. L'actionnaire ne doit pourtant pas être incité à abandonner son droit de vote à un tiers, mais doit être mis à même d'exprimer un vote éclairé, serait-ce en donnant procuration. Là encore, les intentions du solliciteur pourraient être publiées utilement sur son site Internet. Une telle obligation permettrait en outre au solliciteur d'échapper à une éventuelle sanction fondée sur la violation des obligations boursières d'information permanente<sup>2593</sup>.

La publication de ces différents éléments au moment du lancement de l'appel public à mandat permettrait tout à la fois à l'actionnaire de connaître la portée exacte de l'assemblée et les intérêts du solliciteur, et au marché d'être parfaitement informé des opérations qui s'y préparent.

**514. – Contrôle des sollicitations.** Nous avons vu, en outre, qu'aucun contrôle *a priori* des sollicitations n'avait été prévu. Seul le juge judiciaire pourrait être saisi *a posteriori* en cas de non-

---

L'ordre du jour doit également figurer dans l'avis de convocation (art. R. 225-66) publié 15 jours au moins avant l'assemblée (L. 225-69).

<sup>2589</sup> Art. R. 210-20 C. com.

<sup>2590</sup> Art. R. 225-61 C. com.

<sup>2591</sup> Art. L. 225-106-1 C. com. V. *supra* n° 294.

<sup>2592</sup> V. *supra* n° 292.

<sup>2593</sup> *Ibid.*

respect du dispositif prévu, le cas échéant en référé. Or les sollicitations, du moins lorsqu'elles sont publiques et collectives, sont susceptibles d'affecter fortement le fonctionnement social mais également les marchés lorsque la société est cotée. L'instauration d'un contrôle *a priori* aurait donc été bienvenu<sup>2594</sup>. Très logiquement, parce que les sollicitations ne relèvent pas seulement du droit des sociétés mais touchent également les marchés financiers, l'intervention de l'AMF aurait été logique et conforme à la mission qui lui est confiée par l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier. C'est cette solution qui avait été avancée par le groupe de travail réuni par l'AMF sur l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France<sup>2595</sup> qui prônait que « *l'appel public à mandat (fût) l'objet d'un encadrement législatif et réglementaire sous contrôle de l'AMF* ». L'ANSA avait également proposé de modifier le projet d'ordonnance sur les droits des actionnaires afin que l'AMF soit informée du lancement d'une campagne de sollicitations<sup>2596</sup>. Ces propositions n'ont néanmoins pas été retenues. Obliger les opérateurs financiers à obtenir un visa de l'AMF n'est en outre pas inédit en France. Sans imposer l'obtention d'un visa, qui demeure une procédure lourde alors que les délais entre la publication de l'avis de réunion puis de l'avis de convocation jusqu'à la tenue de l'assemblée sont brefs<sup>2597</sup>, l'information de l'AMF et la transmission des documents élaborés en vue de la sollicitation antérieurement au lancement de la campagne constituerait une solution appropriée.

**515. – Sanction des irrégularités.** L'effectivité du dispositif suppose par ailleurs que sa sanction soit efficace<sup>2598</sup>.

Pour cela, en premier lieu, l'intégralité des obligations mises à la charge du sollicitateur doit être sanctionnée, et la sanction doit être exactement adaptée aux enjeux. Or l'obligation du mandataire d'informer son mandant de tout conflit d'intérêts qui viendrait à surgir pendant le mandat n'est pas précisément sanctionnée : on peut se demander si la caducité du mandat prévue par l'article L. 225-106-1 est applicable dans cette hypothèse<sup>2599</sup>. Par ailleurs, la non-réponse du mandant en cas de notification d'apparition d'un conflit d'intérêts est sanctionnée par la caducité du mandat. Cette sanction est automatique et fait encourir un risque d'annulation des assemblées, alors même que la connaissance du conflit d'intérêts par le mandant n'aurait pas nécessairement conduit à la révocation de la procuration. Cette disposition demanderait donc à être adaptée.

---

<sup>2594</sup> V. *supra* n° 297.

<sup>2595</sup> Groupe de travail présidé par Y. Mansion, *Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France*, 6 sept. 2005, spéc. p. 31 et 32.

<sup>2596</sup> ANSA, « Droit des actionnaires : transposition de la directive européenne – Projets d'ordonnance et de décret », *préc.*

<sup>2597</sup> Le délai entre la publication de l'avis de réunion et la tenue de l'assemblée est d'au moins 35 jours, tandis que celui entre la publication de l'avis de convocation (ou son envoi) et la tenue de l'assemblée est d'au moins 15 jours (art. R. 225-73 et R. 225-69 C. com.).

<sup>2598</sup> V. égal. *supra* n° 298.

<sup>2599</sup> *Ibid.*

D'abord, l'absence de notification des conflits d'intérêts ne devrait pas donner lieu à caducité des mandats, puisque le respect de son obligation par le mandataire n'aurait pas forcément emporté révocation. Plutôt que de parler de caducité, une simple annulation facultative serait plus adaptée, permettant de prendre en considération à la fois l'impact de la notification sur le consentement des mandataires et celui des éventuelles révocations sur l'issue de l'assemblée. Cela ne serait pas exclusif d'éventuelles sanctions pécuniaires, notamment sur le fondement d'un manquement à l'obligation d'informer le marché. Ensuite, l'absence de confirmation de la procuration par le mandant en cas de notification ne devrait pas non plus emporter caducité du mandat. Cette disposition conduit à présumer la révocation. Or l'information du mandant et la possibilité qui lui est laissée de révoquer sa procuration semble suffire à assurer sa protection, tout en évitant de menacer exagérément la validité des assemblées. Enfin, la notification des conflits d'intérêts est primordiale en cas de sollicitation mais revêt une importance moindre en cas de mandat octroyé à l'initiative du mandant. Faire peser sur le mandataire démarché une obligation de notification et en faire découler un risque d'annulation de l'assemblée semblent excessifs. À maintenir l'obligation de divulgation, l'engagement de la responsabilité civile du mandataire ou une sanction pécuniaire en cas de violation suffirait sans doute.

Le défaut de publication des intentions de vote devrait également être soumis aux mêmes sanctions.

La sanction, en second lieu, doit être dissuasive. La privation facultative de droit de vote prévue par l'article L. 225-106-3 serait à cet égard opportune si elle touchait le mandataire quant aux titres dont il est propriétaire. Or celle-ci ne s'applique qu'aux droits de vote qu'il reçoit en tant que mandataire. Il est donc empêché, pendant une durée maximale de trois ans, de lancer des campagnes de sollicitation ou d'accepter un mandat non sollicité. Il peut en revanche continuer d'exercer les droits de vote attachés aux titres dont il est propriétaire, le cas échéant. Une privation plus large aurait évidemment une force dissuasive plus prononcée, sans constituer une sanction trop rigoureuse, puisqu'elle demeurerait facultative.

Mais la sanction ne peut se contenter d'être dissuasive. Elle a également une fonction réparatrice, ce qui suppose que les parties prenantes, et notamment la société, puissent être remises dans l'état dans lequel elles se seraient trouvées si la violation n'avait pas été commise. L'assemblée où les votes contestés ont été exercés devrait ainsi pouvoir être annulée. Or nous l'avons vu, le seul fondement invocable serait l'article L. 235-2-1 du Code de commerce qui dispose que « *les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions peuvent être annulées* ». Mais il n'est pas certain que les dispositions relatives aux sollicitations et aux

mandats soient constitutives de « *dispositions régissant les droits de vote* »<sup>2600</sup>. Une disposition spéciale prévoyant une annulation facultative serait donc opportune. Du fait de ce caractère facultatif, la société ne serait pas mise exagérément en danger par un risque d'annulation des assemblées, mais serait assurée de pouvoir être déliée d'une délibération illégale et contraire à la volonté de la majorité.

Enfin, la qualité pour agir doit être entendue suffisamment largement pour que la mise en œuvre de ces dispositions soit effective. Aujourd'hui, seuls le mandant et dans une moindre mesure la société – uniquement en ce qui concerne la violation des dispositions régissant la sollicitation et non celles plus générales sur les conflits d'intérêts en matière de mandat – peuvent engager une telle action<sup>2601</sup>. Or nous avons déjà noté que les cas d'engagement des poursuites par le mandant ou la société seront rares<sup>2602</sup>. Aussi serait-il opportun d'ouvrir l'action au ministère public. Dans la mesure où la sollicitation est collective et publique, et peut affecter le bon fonctionnement du marché, l'AMF pourrait également être chargée de contrôler l'application du dispositif et d'en poursuivre les manquements. Nous voyons là encore que les sollicitations de mandats, notamment si elles sont publiques et collectives, doivent être traitées différemment du simple octroi de procurations à l'initiative du mandant.

**516. – Sollicitation pour le compte d'un tiers.** Enfin, un dernier point doit être éclairci. Dans la pratique américaine, les sollicitations sont souvent menées à bien par des professionnels de la sollicitation pour le compte du solliciteur. Les rédacteurs des dispositions nouvelles semblaient en être conscients puisqu'il a été affirmé à maintes reprises que la réglementation nouvelle tendrait à favoriser les agences de conseil en vote qui pourraient ainsi développer une activité complémentaire<sup>2603</sup>.

L'exigence de publication d'une politique de vote, qui suppose que l'activité de sollicitation est habituelle, semble témoigner de la prise en compte de ces pratiques. Pourtant, ces entreprises, lorsqu'elles sollicitent des actionnaires, n'agissent normalement pas pour leur propre compte : elles n'ont en effet aucun intérêt à l'exercice du droit de vote si ce n'est la rémunération qui leur

---

<sup>2600</sup> *Ibid.*

<sup>2601</sup> Art. L. 225-106-3

<sup>2602</sup> *Ibid.*

<sup>2603</sup> V. V. MAGNIER, « Nouvelles mesures en faveur de la démocratie actionnariale dans les sociétés cotées », *art. préc.* ; B. LECOURT, « Proposition revisitée de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive n° 2004/109/CE », *art. préc.* V. égal. « Groupe de travail *Mandat d'actionnaire de l'ANSA* – Transposition de l'article 10 de la directive européen sur les droits des actionnaires du 11 juillet 2007 », *Journées d'études de l'ANSA 2009*, éd. ANSA, 2009, p. 163, spéc. p. 164 évoquant les « *proxy voting providers* ».

serait octroyée pour ce faire. Il est également très peu probable qu'elles exercent elles-mêmes le droit de vote – et ne pourraient donc être considérées comme mandataires – car elles risqueraient de tomber sous le coup de l'article L. 242-9 du Code de commerce<sup>2604</sup>. Elles ne peuvent donc être qualifiées de solliciteurs, et les dispositions actuelles ne s'appliquent qu'aux personnes pour le compte desquelles elles agissent. N'y a-t-il pas dans cette disposition une confusion entre l'activité de sollicitation pour un tiers et la sollicitation en elle-même ? En outre, l'exigence de publication d'un rapport de politique de vote pourrait prêter à confusion<sup>2605</sup>. Aux termes de l'article L. 225-106-1, l'obligation pèse sur le sollicitateur et non sur celui qui sollicite pour son compte. Pourtant, l'intérêt de publier une politique de vote n'est-il pas réduit lorsque la sollicitation n'est pas effectuée à titre habituel ? Sur qui exactement pèse donc cette obligation ?

De même, l'article L. 225-106-1 pose l'obligation pour le mandataire de dévoiler les conflits d'intérêts de « *la personne pour le compte de laquelle il agit* », obligation qui demeure floue en l'état actuel de la réglementation puisque le mandataire agit pour le compte du mandant. L'article ne se comprend que si l'on envisage que le mandataire est en réalité un sollicitateur qui agit pour le compte d'un tiers. Mais la disposition vise tout mandat conféré à un tiers et dépasse donc le champ des sollicitations, ce qui paraît trop large.

La réglementation actuelle gagnerait ainsi à voir préciser les modalités d'exercice de cette activité et clarifier les dispositions précitées. Ainsi, lorsqu'un acteur lance un appel public à mandats pour le compte d'un tiers, il devrait notamment être exigé qu'il dévoile l'identité de celui pour le compte duquel il agit, seul ce dernier devant être qualifié de sollicitateur. De même, les obligations de divulgation des conflits d'intérêts mises à la charge du sollicitateur devraient également incomber à celui qui agit pour son compte. De manière plus générale, cette activité devrait être dotée d'un statut propre. En effet, si elle venait à se développer, il est probable qu'elle le fasse en complément d'activités existantes : conseil en vote, services d'investissement, activité bancaire<sup>2606</sup>. La séparation des activités et la transparence des pratiques devraient donc être assurées. Les modalités de la rémunération de ses agences et la possibilité éventuelles pour elles d'exercer directement les droits de vote conférés à l'issue de la sollicitation<sup>2607</sup> devraient également être précisées. De même, l'application des dispositions relatives aux franchissements

---

<sup>2604</sup> V. *supra* n° 300.

<sup>2605</sup> Sur l'exigence de publication d'une politique de vote, v. égal. *supra* n° 292.

<sup>2606</sup> « Groupe de travail *Mandat d'actionnaire de l'ANSA* – Transposition de l'article 10 de la directive européen sur les droits des actionnaires du 11 juillet 2007 », *Journées d'études de l'ANSA 2009, préc.*, spéc. p. 165.

<sup>2607</sup> Cette possibilité semble aujourd'hui exclue car elle contreviendrait à l'article L. 242-9 du Code de commerce qui prohibe le fait de se faire rémunérer pour exercer le droit de vote dans un certain sens (V. *supra* n° 300). Pourtant cette possibilité semblait présente dans l'esprit des rédacteurs de l'ordonnance (V. notamment « Groupe de travail *Mandat d'actionnaire de l'ANSA* – Transposition de l'article 10 de la directive européen sur les droits des actionnaires du 11 juillet 2007 », *art. préc.*, spéc. p. 165).



de seuils à ces acteurs demande à être clarifiée, d'autant qu'en l'état actuel des textes, se pose la question de l'existence d'un concert entre le sollicitateur et celui qui agit pour son compte. L'utilité d'une telle réglementation est toutefois évidemment subordonnée à son développement. Celle-ci pourrait venir compléter utilement une éventuelle réglementation des agences de conseil en vote<sup>2608</sup>.

Mentionnons encore qu'il conviendrait d'éclaircir l'application des dispositions relatives aux sollicitations et aux mandats, aux sollicitations qui émaneraient de l'émetteur<sup>2609</sup>. Le champ de la réglementation actuelle pourrait en effet englober l'envoi par l'émetteur à ses actionnaires des documents informatifs relatifs à l'assemblée et du matériel de vote. Or cette communication est déjà soumise à une réglementation détaillée. De même, les mandats en blanc, exercés par le président de l'assemblée, sont déjà encadrés. On peut ainsi s'interroger sur la nécessité d'ajouter ces dispositions nouvelles au dispositif existant, en ce qui concerne l'émetteur.

**517. – Conclusion.** Si la pratique des sollicitations se développait en France, ce qui supposerait sans doute un certain nombre d'adaptations des dispositifs légaux afin de rendre la pratique plus sûre pour ses initiateurs, l'encadrement actuel s'avèrerait insuffisant. La transparence devrait notamment être accrue, le contrôle facilité et les sanctions améliorées, tandis que la définition des sollicitations devrait être précisée.

Les sollicitations de mandats et la représentation de l'actionnaire étranger par un intermédiaire financier sont deux hypothèses de représentation dont l'encadrement mériterait d'être renforcé. Le thème de la représentation de l'associé pour l'exercice du vote suscite d'autres interrogations. Si l'on admettait une dissociation entre propriété et qualité d'associé, on pourrait s'interroger sur la possibilité pour l'associé de confier un mandat au propriétaire des parts ou actions, chargé de les gérer.

## **Section 2 – Encadrer la représentation de l'associé en cas de dissociation entre propriété et qualité d'associé**

**518. –** Une autre question doit encore être soulevée concernant le vote exercé par un tiers à la société pour le compte d'un associé. Dans les hypothèses de propriété-gestion précitées<sup>2610</sup>,

---

<sup>2608</sup> V. *infra* n° 556 et s.

<sup>2609</sup> V. *supra* n° 289.

<sup>2610</sup> V. *supra* n° 356 et 444 et s.

l'application du principe fondant la qualité d'associé sur l'aléa social<sup>2611</sup> conduirait à redistribuer le droit de vote : il appartiendrait non au propriétaire qui ne supporte pas l'aléa social mais à l'associé pour le compte duquel les droits sociaux sont détenus. À titre d'exemple, dans une fiducie-gestion, seul le constituant, et non le fiduciaire, serait titulaire du droit de vote. Dans une telle formule, le propriétaire ne pourrait exercer le droit de vote qu'en vertu d'une procuration qui lui serait octroyée par le constituant dans les conditions prévues pour chaque société. Le mandat devant être spécial, temporaire et donné en connaissance de cause<sup>2612</sup>, tout exercice du droit de vote par le propriétaire dans le cadre d'un mandat général de gestion serait exclu.

On conçoit pourtant qu'il pourrait être attrayant pour l'associé de laisser le propriétaire exercer son droit de vote dans le cadre d'un mandat général de gestion, laissant ainsi toute latitude au gestionnaire et se dispensant des interventions régulières que l'exigence de spécialité du mandat suppose. Cette problématique n'existe pas en matière de propriété pour compte propre et de propriété-garantie<sup>2613</sup> : dans ces cas, le propriétaire ne peut être autorisé à voter, au risque sinon qu'il favorise son intérêt propre. La situation est autre dans la propriété-gestion où l'exercice du vote par le gestionnaire n'est pas illégitime en soi, du moins si l'absence de conflit d'intérêts est garantie.

Est-il alors concevable de permettre à l'associé non-propriétaire de laisser le propriétaire-gestionnaire exercer le droit de vote à sa place autrement que par l'octroi d'un mandat spécial ?

Alors même que l'on conserverait le critère de la propriété, la question du vote du gestionnaire-propriétaire devrait être posée. L'exercice du droit de vote pour le compte d'autrui par le gestionnaire d'un portefeuille est en effet aujourd'hui réglementé, ce qui conduit à s'interroger sur la légitimité d'une différence de traitement entre les différentes hypothèses de gestion d'un portefeuille de droits sociaux pour autrui. Il est intéressant, à cet égard, de comparer cette situation aux SICAV. Celles-ci, dotées de la personnalité morale, sont en effet propriétaires des actifs composant leur patrimoine et ainsi titulaires des droits de vote attachés aux droits sociaux détenus. Toutefois, la loi ne se satisfait pas du constat purement formel de la propriété des SICAV sur les actions : l'activité des gestionnaires – qu'ils soient dirigeants ou mandataires – est réglementée dans un objectif de protection. L'application du critère de la propriété ne suffit donc pas à justifier l'absence de réglementation de l'activité du gestionnaire-propriétaire, et notamment de l'exercice du droit de vote.

---

<sup>2611</sup> V. *supra* n° 332 et s.

<sup>2612</sup> V. *supra* n° 54 et s.

<sup>2613</sup> V. *supra* n° 357 et 358, n° 442 et s. et 447 et s.

L'examen des modalités d'exercice du droit de vote dans les hypothèses traditionnelles de gestion de droits sociaux pour le compte d'autrui (I) permettra d'apporter des éléments de réponse à ces interrogations (II).

## **I- L'encadrement du vote dans les hypothèses traditionnelles de gestion de droits sociaux**

**519. – Présentation.** Afin d'éclairer la question de l'exercice du vote par le propriétaire non associé, il est intéressant d'examiner comment le législateur aborde actuellement le vote des gestionnaires de droits sociaux. La gestion pour le compte d'autrui d'un portefeuille de droits sociaux peut *a priori* se réaliser sous trois formes : par recours à un contrat de mandat, par interposition d'une personne morale dont le représentant légal sera chargé de gérer le portefeuille ou aujourd'hui par constitution d'une fiducie. L'observation des textes régissant la gestion de portefeuille pour compte de tiers montre que le législateur est intervenu au cas par cas, lorsque le besoin s'en est fait sentir, sans qu'il n'y ait eu d'appréhension globale de l'activité. Il est ainsi difficile de dégager des principes généraux de l'observation de cette réglementation foisonnante mais partielle. Quelques grandes lignes s'en dégagent toutefois.

**520. – Gestion de portefeuille de parts sociales.** La gestion d'un portefeuille de parts sociales demeure largement non réglementée<sup>2614</sup>. Le recours au mandat est soumis au droit commun de telle sorte que le droit de vote ne peut être exercé par le mandataire que sur mandat spécial<sup>2615</sup>. L'interposition d'une personne morale permet en revanche au représentant de la personne à laquelle le portefeuille a été transféré d'exercer librement le droit de vote, sous le seul contrôle des associés dans les conditions de droit commun. La pratique sous forme strictement individuelle semble peu répandue. Plus souvent, une société sera créée par un petit nombre d'associés qui désirent organiser leur patrimoine, à des fins de transmission ou d'organisation des relations entre époux par exemple<sup>2616</sup>. Il ne s'agira toutefois pas d'une hypothèse pure de gestion pour compte de tiers : le gérant sera le plus souvent un associé et la société relativement transparente, le portefeuille étant géré dans le seul intérêt des associés. On comprend que si le législateur n'est pas autrement intervenu, c'est qu'aucun besoin de protection spécifique ne s'est

---

<sup>2614</sup> Certaines hypothèses sont encadrées par le C. mon. fin. Par exemple, la loi permet dans certaines hypothèses à des organismes de placement collectif d'investir dans des actifs qui ne sont pas des instruments financiers cotés. V. par ex. pour les fonds de placement à risque, art. L. 214-28 I C. mon. fin. : « *L'actif d'un fonds commun de placement à risques doit être constitué, pour 50 % au moins, de titres participatifs ou de titres de capital de sociétés, ou donnant accès au capital de sociétés, qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers français ou étranger, dont le fonctionnement est assuré par une entreprise de marché ou un prestataire de services d'investissement ou tout autre organisme similaire étranger, ou, par dérogation à l'article L. 214-8, de parts de sociétés à responsabilité limitée ou de sociétés dotées d'un statut équivalent dans l'État où elles ont leur siège* ».

<sup>2615</sup> V. *supra* n° 58 et s.

<sup>2616</sup> V. H. ROYAL, *Société civile de portefeuille*, Préf. A. Metternich, EFE, 2000, spéc. n° 4 et s.

fait sentir et qu'il n'existe pas véritablement de métier de gestionnaire de portefeuilles de parts sociales, l'absence de négociabilité des droits sociaux rendant la pratique peu attractive.

**521. – Gestion de portefeuille d'actions.** La gestion d'un portefeuille d'instruments financiers pour compte de tiers est en revanche réglementée. En réalité, il ne s'agit pas d'une activité uniforme. En évoquant la gestion de portefeuille, on renvoie le plus souvent aux placements qu'un ou plusieurs individus confient à un tiers. Le gestionnaire a alors pour unique tâche « *d'administrer et de disposer des instruments qui composent un portefeuille, pour le compte d'un tiers, avec toute latitude mais dans le respect de l'objectif assigné à la gestion* »<sup>2617</sup>. Lorsque le placement est collectif, on recourt alors à une structure intermédiaire, transparente, simple commodité d'organisation des capitaux collectés, quelle que soit sa nature juridique. Mais il existe d'autres hypothèses où la gestion d'un portefeuille est requise sans être le seul objet assigné à la structure mise en place. Dans la première hypothèse, la gestion et notamment l'exercice du droit de vote sont strictement réglementés. Quelle que soit la technique utilisée, en effet, le droit de vote doit être exercé directement pour le compte des investisseurs. Dans la seconde hypothèse, l'encadrement de l'exercice du droit de vote est inexistant. Distinguons traditionnellement la gestion individuelle et la gestion collective, soumises aujourd'hui à un régime partiellement commun<sup>2618</sup>.

**522. – Gestion individuelle de portefeuille d'actions.** La gestion individuelle d'un portefeuille d'instruments financiers se réalise traditionnellement par recours à la technique du mandat, aux termes des articles 314-60 et 314-61 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et de l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Le mandat est général et le contrat doit notamment décrire les objectifs de la gestion. En revanche, aucune disposition spéciale ne régit l'exercice du droit de vote par le titulaire des titres. Il faut donc s'en remettre aux dispositions plus générales du droit des sociétés pour en déduire que le gestionnaire ne peut exercer le droit de vote qu'en vertu d'un mandat spécial<sup>2619</sup>.

Une interrogation se pose toutefois : est-il possible de gérer un portefeuille de titres par le biais d'une autre technique, qui permettrait d'échapper à cette réglementation contraignante ?

---

<sup>2617</sup> V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 212.

<sup>2618</sup> Si la « gestion de portefeuille », individuelle, était historiquement distinguée de la « gestion collective », la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière a unifié l'activité, en en faisant un même service d'investissement désormais dénommé « gestion de portefeuille » (V. PH. MARINI, *Rapport fait au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi de sécurité financière*, t. 1, Annexe au procès-verbal de la séance du 12 mars 2003, spéc. p. 388). Toutefois sur la complexité du régime applicable, V. S. SAINT-PE, « De la typologie des sociétés de gestion de portefeuille françaises », *Bull. Joby Bourse* 2011, p. 570.

<sup>2619</sup> V. *supra* n° 58 et s. V. égal. M. STORCK, « Sociétés de gestion de portefeuille », *JCl. Sociétés*, mise à jour 7 fév. 2011, spéc. n° 46 ; CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 117. Rappelant que le gestionnaire sous mandat ne saurait exercer le droit de vote de ses clients en vertu d'un mandat général, V. COB, *Rapport annuel* 1969, p. 136 et s.

Pour cela, deux techniques sont *a priori* envisageables. D'une part, il pourrait être fait appel à une fiducie, ou plus globalement à un mécanisme fiduciaire – ce serait là ce que l'on a qualifié de propriété-gestion. D'autre part, il pourrait être créé une personne morale, plus précisément une société unipersonnelle dont l'objet serait la gestion d'un portefeuille, son représentant légal pouvant ainsi librement gérer les droits sociaux et exercer le droit de vote qui y est attaché pour le compte de la société. Dans ces deux cas, lorsque la gestion porte sur des instruments financiers, le gestionnaire pourrait se soustraire au régime qui est celui du gestionnaire de portefeuille. En effet, la gestion de portefeuille d'instruments financiers est qualifiée par la loi de « service d'investissement »<sup>2620</sup> et le gestionnaire de « prestataire de services d'investissement », soumis de ce fait à un statut réglementé ; mais l'article D. 321-1 définit le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers comme « *le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers* ». L'utilisation d'un autre mécanisme que celui du mandat permettrait donc d'échapper à l'application de ces dispositions. Quant au droit de vote, dans le cas d'une société, l'écran de la personne morale permettrait de passer outre l'exigence d'un mandat spécial. Pour la fiducie, le critère actuel de la propriété devrait également conduire à reconnaître le droit de vote au gestionnaire, le fiduciaire, et à écarter l'exigence d'un mandat spécial. Le critère de l'aléa social permettrait au contraire d'attribuer le droit de vote au donneur d'ordre et de rendre obligatoire l'octroi d'un mandat spécial pour que le fiduciaire puisse voter.

Ces deux techniques sont-elles utilisables<sup>2621</sup> ? Les dispositions légales du Code monétaire et financier se contentent de prévoir que la gestion de portefeuille est un service d'investissement et de réglementer l'activité des prestataires. Le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers<sup>2622</sup> et les dispositions réglementaires du Code envisagent cette question en semblant présupposer qu'il n'existe qu'une forme sous laquelle la gestion individuelle peut être exercée. Sans doute cela s'explique-t-il par l'introduction encore récente de la fiducie en droit français, et la faible probabilité qu'une société soit utilisée à cette fin du fait de la lourdeur du mécanisme. Remarquons que la validité des sociétés de portefeuille est largement admise. Toutefois, nous l'avons vu, il ne s'agit pas là d'une véritable hypothèse de gestion pour compte d'autrui, son objet étant différent<sup>2623</sup>. Notons également qu'une société de portefeuille est rarement unipersonnelle et que sa constitution s'inscrit plutôt dans le cadre de la gestion collective. Aussi ne peut-on déduire de la combinaison des textes leur caractère limitatif. Mais l'utilisation d'une technique alternative

---

<sup>2620</sup> Art. L. 321-1 C. mon. fin.

<sup>2621</sup> V. sur l'usage de la fiducie en matière de gestion de portefeuille : D. STUCKI, « La fiducie de droit français : un outil juridique adapté à la gestion de portefeuille ? », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* mars-avril 2010, p. 1 ; sept.-oct. 2010, p. 1.

<sup>2622</sup> Art. 314-60 et 314-61 RG AMF.

<sup>2623</sup> V. *supra* n° 520.

non réglementée, si elle avait le même objet qu'un mandat de gestion, ne serait pas exempte de risques. Celui qui recourrait à une telle technique pour se soustraire aux dispositions fixant le régime des prestataires d'investissement ou régissant le mandat de gestion<sup>2624</sup> pourrait voir qualifier l'opération de frauduleuse.

Le législateur est donc intervenu pour réglementer l'activité du gestionnaire professionnel d'instruments financiers et si le champ d'application de l'encadrement existant n'est pas parfaitement défini, la réglementation suffit à appréhender les pratiques actuelles. Le gestionnaire ne peut exercer le droit de vote que s'il lui est octroyé un mandat spécial. Mais le recours à une fiducie ou à une personne morale, demeure non réglementé.

**523. – Gestion collective de portefeuille d'actions.** C'est en matière de gestion collective, qu'il faut nettement distinguer la gestion se réalisant dans le cadre d'un placement collectif des autres types de gestion.

**524. – Gestion collective de portefeuille d'actions – Placement collectif.** Le placement collectif, strictement entendu peut être défini comme une organisation visant à « *concentrer les capitaux de nombreuses personnes en vue de leur assurer, dans des conditions financières et des techniques supérieures à celles d'une gestion directe, la sécurité et le rendement par un emploi en valeurs mobilières selon une politique de division et de limitation des risques, exclusive de spéculation, de financement et de contrôle d'entreprises* »<sup>2625</sup>. Notons néanmoins d'une part que le terme n'est pas défini par la loi alors même qu'il est l'intitulé du chapitre 4 du titre premier du livre 2 du Code monétaire et financier et d'autre part que la conception retenue par le législateur semble plus large parce que certaines activités de spéculation et de financement y sont incluses.

La gestion collective d'un portefeuille d'instruments financiers est réalisée dans le cadre d'un fond commun de placement ou d'une société d'investissement. Dans les fonds communs de placement, la gestion ne peut être assurée que par une société de gestion. Dans les SICAV, elle peut également être assurée par le dirigeant, qui est toutefois soumis dans ce cas aux mêmes obligations que les sociétés de gestion<sup>2626</sup>. Dans ce cas, le schéma est habituel : l'interposition d'une personne morale justifie que son représentant gère l'actif de la société. En cas de recours à une société de gestion, celle-ci est considérée comme mandataire de la société d'investissement ou

---

<sup>2624</sup> Les textes du RG AMF réglementent en effet le mandat de gestion. Certaines dispositions sont supplétives, mais d'autres sont impératives, telle la possibilité de résiliation du mandat à tout moment.

<sup>2625</sup> J.-P. SENN, *ouvr. préc.*, n° 3.

<sup>2626</sup> V. *supra* n° 160 et s.

des porteurs de parts du fonds commun de placement. Dans tous les cas, le droit de vote peut être exercé par le gestionnaire.

Dans les fonds communs de placement, il serait complexe et il ne correspondrait pas à l'esprit de l'opération de laisser à chaque copropriétaire la possibilité d'exercer le droit de vote. De même, l'application du droit commun du mandat qui supposerait que le vote ne puisse être exercé par la société de gestion que sur mandat spécial de chaque copropriétaire serait peu appropriée. Ces dispositions sont donc écartées, la société de gestion peut voter en vertu de son mandat général de gestion. Il s'agit en réalité d'un mandataire particulier puisque sont écartées non seulement les règles régissant le vote de procuration<sup>2627</sup>, mais également les dispositions générales relatives au mandat<sup>2628</sup>, ce qui a d'ailleurs fait douter de la qualité de mandataire de la société de gestion<sup>2629</sup>. Des dispositions réglementant l'exercice du droit de vote, et plus globalement l'activité des sociétés de gestion, viennent toutefois s'y substituer<sup>2630</sup>. Un constat similaire peut être fait dans les SICAV lorsque leur gestion est confiée à une société de gestion. Le recours à la personnalité morale devrait conduire à refuser aux investisseurs le bénéfice du droit de vote, pour le reconnaître à la société. Mais il y aurait peu de sens à refuser à la société de gestion l'exercice du droit de vote au profit des dirigeants de la société d'investissement. La société de gestion peut donc voter en vertu de son mandat général de gestion. Lorsque la gestion est assurée par les dirigeants, l'interposition de la personne morale suffit à justifier que son

---

<sup>2627</sup> V. sur le mandat de vote, *supra* n° 54 et s.

<sup>2628</sup> V. art. 1984 et s. C. civ.

<sup>2629</sup> Le législateur tient le fonds pour une copropriété et la société de gestion, chargée de gérer le portefeuille, pour un mandataire – elle agit pour le compte des porteurs de part et « représente le fonds commun de placement » à l'égard des tiers alors même que le fonds n'a pas la personnalité morale (V. art. L. 212-25 C. mon. fin. V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 213 ; PH. JESTAZ, *RTD civ.* 1980, p. 180). L'analyse de l'opération montre que la construction est boiteuse (V. T. BONNEAU, « Fonds communs de placement, de créances et droit civil », *RTD civ.* 1991, p. 1, spéc. n° 12 et s.). Les dispositions générales relatives au mandat et les dispositions spéciales relatives au vote par procuration sont écartées. La société de gestion peut disposer des actifs financiers, ce que ne peut faire un mandataire doté d'un mandat général (Sur ces questions, V notamment, I. NAJJAR, *th. préc.*). Encore, les valeurs mobilières constituent un patrimoine d'affectation (V. M.-C. AUBRY, *Le patrimoine d'affectation*, th. Paris 13, 2010, n° 328 et s. ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 210 ; PH. JESTAZ, *art. préc.* ; A. DRAIN, *th. préc.*, n° 37 et s. ; M. STORCK, « De la nature juridique des fonds communs de placement », in *Mélanges en l'honneur du professeur G. Goubeaux*, Dalloz-LGDJ, 2009, p. 509 ; N. BARUCHEL, *La personnalité morale en droit privé – Éléments pour une théorie*, Préf. B. Petit, LGDJ, 2004, n° 298) et n'entrent jamais dans les patrimoines personnels des porteurs. Ainsi, si la société de gestion a en droit positif la qualité de mandataire, on ne peut nier que « ce patrimoine d'affectation s'apparente à un "patrimoine fiduciaire" tel qu'il est conçu par la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie » (T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 210. V. égal. CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 131 et s.) et que la société de gestion s'apparente à un fiduciaire. Il est significatif à cet égard que la gestion collective s'organise couramment sous forme fiduciaire à l'étranger (V. PH. HOSS, « L'expérience luxembourgeoise », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 21, spéc. p. 27 ; M. GIOVANOLI, « Les opérations fiduciaires dans la pratique bancaire suisse », *colloque préc.*, p. 31, spéc. p. 43 ; K. BIEDERMANN, « La fiducie liechtensteinoise inspirée du trust », *colloque préc.*, p. 77, spéc. p. 80 ; J.-P. SENN, *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, *ouvr. préc.*, notamment n° 30 et 37, n° 48 et s., n° 383 et s. V. égal. M.-F. PAPANDREOU-DETERVILLE, *ouvr. préc.*, n° 593 ; W. VAN GERVEN, « La forme juridique d'un « investment trust » en Belgique, en France et aux Pays-Bas », *RIDC* juil.-sept. 1960, p. 527).

<sup>2630</sup> V. *supra* n° 266 et s.

représentant gère l'actif de la société et exerce le droit de vote attaché aux titres détenus. Toutefois, le recours à la forme sociale, plutôt que l'utilisation de la technique de la copropriété, demeure purement fonctionnel. C'est pourquoi les dirigeants seront dans ce cas soumis au même régime que les sociétés de gestion. Dans ces deux hypothèses, si les règles relatives au vote par procuration sont écartées, s'y substituent des dispositions contraignantes. Les gestionnaires ont en effet un double rôle – la collecte de l'épargne et son investissement sur les marchés financiers – qui rend nécessaire la protection des investisseurs d'une part, mais également du marché et des sociétés dans lesquelles il est investi d'autre part.

Mais le placement collectif ne peut-il s'exercer dans un autre cadre, qui permettrait d'échapper à cette réglementation ? Il n'existe en effet aucune disposition qui serait similaire par exemple à celle qui, en matière bancaire, instaure un monopole au profit des établissements de crédit, sur certaines opérations<sup>2631</sup>. La réponse n'est pas claire au regard des textes qui se contentent d'affirmer que « *les organismes de placement collectif en valeurs mobilières prennent la forme soit de sociétés d'investissement à capital variable dites " SICAV ", soit de fonds communs de placement* »<sup>2632</sup>, et de prévoir que ces organismes sont gérés par des sociétés de gestion<sup>2633</sup>. Est-ce à dire que le placement collectif est impossible sous d'autres formes ? On ne pourrait le déduire d'une interprétation littérale du texte puisque le Code monétaire et financier prévoit quelques articles plus loin la possibilité de constituer une SICAF qui a pour objet « *la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers, de dépôts et de liquidités, en diversifiant directement ou indirectement les risques d'investissement, dans le but de faire bénéficier ses actionnaires des résultats de cette gestion* »<sup>2634</sup>. Mais il faut remarquer que l'activité de la SICAF est, comme celle des OPCVM, réglementée et qu'elle doit être gérée par une société de gestion<sup>2635</sup>. Alors, la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières peut-elle être assurée par une personne qui ne serait pas une société de gestion et hors le cadre d'un OPCVM ou d'une SICAF ?

Les premiers textes<sup>2636</sup> créant des structures de placement collectif avaient sans doute pour dessein de permettre le développement d'une activité qui avait cours dans certains pays étrangers<sup>2637</sup> mais qui ne trouvait pas en France de structure adaptée. L'objectif du législateur semblait être la création d'une structure fiscalement neutre qui permettrait l'organisation d'un

---

<sup>2631</sup> Art. L. 511-5 C. mon. fin.

<sup>2632</sup> Art. L. 214-4 C. mon. fin.

<sup>2633</sup> Les SICAV ne sont pas nécessairement gérées par des sociétés de gestion. Si elles ne le sont pas toutefois, elles seront soumises au même régime que les sociétés de gestion. V. *supra* n° 160.

<sup>2634</sup> Art. L. 214-147 C. mon. fin.

<sup>2635</sup> L. 214-149 C. mon. fin.

<sup>2636</sup> Notamment, ordonnance n° 45-2710 du 2 novembre 1945 *relative aux sociétés d'investissement*.

<sup>2637</sup> Sur le développement du placement collectif à l'étranger, V. J.-P. SENN, *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, LGDJ, 1957, n° 34 et s.



groupement d'investisseurs et la gestion du portefeuille créé<sup>2638</sup>. Dans ce contexte, il n'était pas impossible que la gestion d'un portefeuille collectif se développe sous d'autres formes<sup>2639</sup> : le groupement ne bénéficiait alors pas de ce privilège fiscal, ce qui en diminuait évidemment l'intérêt.

Aujourd'hui, la réglementation du placement et de la gestion collectifs s'est étoffée. La recherche de la neutralité fiscale n'est évidemment pas la seule considération la sous-tendant : les besoins de protection des investisseurs, des sociétés dans lesquelles il est investi et plus généralement du marché ont pris le pas sur cet objectif premier. Ces considérations n'étaient sans doute pas absentes à l'origine mais ont gagné en importance au fil du développement des marchés financiers et sous l'influence des directives européennes successives. Dès lors, admettre que le placement collectif puisse s'effectuer sous d'autres formes aurait peu de sens et on peut conclure au caractère limitatif des possibilités offertes par le législateur. Au demeurant, l'utilisation de toute autre organisation, société « de droit commun » ou fiducie, qui aurait un objet similaire ferait peser un risque sur la validité de l'opération, qui laisserait suspecter une volonté de fraude<sup>2640</sup>.

En conclusion, en matière de gestion collective s'exerçant dans le cadre d'un placement collectif, les investisseurs ne se voient pas permettre d'exercer directement les droits attachés aux titres acquis, pour de claires raisons pratiques. Néanmoins, l'activité de leur représentant, et particulièrement l'exercice du droit de vote, est encadrée. Lorsqu'il est recouru à une société, l'interposition d'une personne morale aurait pu laisser penser que le droit de vote pouvait être exercé librement par celle-ci ou plus exactement par son représentant. Il n'en est rien cependant car son représentant doit voter dans l'intérêt des investisseurs<sup>2641</sup>. Le législateur a ici pris acte de ce que le recours à la personnalité morale avait de fictif pour aligner les dispositions applicables à la SICAV et à son gestionnaire sur celles régissant les fonds communs de placement.

**525. – Gestion collective de portefeuille d'actions – Autres objectifs.** Il existe encore d'autres hypothèses où un tiers peut être chargé de gérer le portefeuille d'autrui, hors le cadre d'un placement collectif, tel que précédemment défini<sup>2642</sup>. Il est essentiellement fait recours à une personne morale à laquelle les actifs à gérer sont transférés, son dirigeant en assurant la gestion.

---

<sup>2638</sup> V. J.-P. SENN, *ouvr. préc.*, n° 1 et s.

<sup>2639</sup> V. *Ibid.*, n° 79.

<sup>2640</sup> V. Y. DRAIN, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières – Réflexions sur les relations entre le droit commun et le droit financier*, th. Paris 1, 2006, n° 51.

<sup>2641</sup> V. art. L. 533-22 C. mon. fin. : « Les sociétés de gestion de portefeuille exercent les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières (...) ».

<sup>2642</sup> V. *supra* n° 524.

L'encadrement de l'exercice du droit de vote est alors non réglementé, ou moins encadré que ce qu'il ne l'est dans le cadre d'un placement collectif. Cette différence de traitement paraît pouvoir être expliquée par le fait que la gestion de portefeuille n'est généralement plus l'objet unique de ces organisations. Elle n'est généralement qu'accessoire et une véritable activité économique, et non seulement financière, vient s'y ajouter de telle sorte que le recours à la personnalité juridique n'est pas l'artifice qu'il est en matière de SICAV, par exemple. Contrairement à l'hypothèse d'une SICAV et sans prendre parti sur le débat de la réalité ou de la fictivité de la personnalité morale, il est possible d'affirmer que la société est une entité distincte de ses membres, réalisant un objet prédéfini et censée poursuivre un intérêt propre, quelle que soit la manière dont celui-ci est défini. Le représentant légal agit donc pour le compte de la personne morale, dans la poursuite de l'objet social et non directement pour le compte des associés, ce qui justifie le libre exercice du droit de vote. Il en résulte que le besoin de protection est évidemment différent : il ne s'agit plus ici d'hypothèses d'investissements indirects. Nous distinguerons les objectifs de spéculation, de financement et de contrôle.

On peut mettre à part l'objectif de spéculation, c'est-à-dire celui des fonds alternatifs aussi appelés *hedge funds*, qui tendent à développer des pratiques plus risquées que celles des gestionnaires traditionnels<sup>2643</sup>. Cette activité doit en réalité être exercée sous forme d'OPCVM à statut particulier<sup>2644</sup> et entre donc dans la notion de « placement collectif » au sens du Code monétaire et financier. Là encore, rien n'indique précisément que les formes prévues par le législateur sont limitatives<sup>2645</sup>. Mais si une solution contraire devait être retenue, un doute pèserait sur la validité de l'organisation adoptée, le risque que l'opération soit qualifiée de frauduleuse ne pouvant être exclu. Il faut, quoi qu'il en soit, constater que seules ces structures sont utilisées en pratique<sup>2646</sup>. Or si les OPCVM à statut particulier connaissent un régime dérogatoire et plus

---

<sup>2643</sup> V. sur la question d'une définition des fonds alternatifs : *Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission*, juill. 2006, spéc. p. 10, disponible sur <http://ec.europa.eu> : « (...) *The main characteristic of hedge funds is that they are more flexible in terms of investment options or strategies than traditional collective investments. (...) There is no comprehensive, uniform and universally accepted definition of a hedge fund or a hedge fund manager.* » (Traduction libre : « *La caractéristique principale des fonds alternatifs est qu'ils sont plus flexibles en terme d'options d'investissement et de stratégies que les organismes de placement collectif traditionnels. (...) Il n'existe pas une définition unique, uniforme et universellement acceptée de la notion de fonds alternatif ou de gérant de fonds alternatif.* ») V. égal. M. AGLIETTA et S. RIGOT, *La localisation des hedge funds en Europe et son impact sur les politiques réglementaires – Hedge funds, marchés financiers et régulation*, janv. 2009, spéc. p. 9, disponible sur <http://www.amf-france.org> ; COB, « La régulation de la multigestion alternative : relevé de décision de la COB », *Bull. mensuel COB*, avril 2003, n° 378, p. 11.

<sup>2644</sup> « *Organismes de placement collectif en valeurs mobilières déclarés réservés à certains investisseurs* » prenant la forme « *d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières contractuels* », de « *fonds communs de placement à risques contractuels* » ou de « *fonds communs de placement à risques bénéficiant d'une procédure allégée* ». Art. L. 214-35 et s. C. mon. fin.

<sup>2645</sup> Certains fonds alternatifs peuvent également être constitués sous forme d'OPCVM coordonnés.

<sup>2646</sup> D. CAPOCCI, *Introduction aux Hedge Funds*, Préf. G. Hübner, Economica, 2<sup>ème</sup> éd., 2010, p. 441 et 442.

souple que les autres OPCVM, leur gestion doit toujours être assurée par une société de gestion de portefeuille<sup>2647</sup>. L'exercice du droit de vote est donc, là encore, encadré.

Quant au financement, on entend par là le capital-investissement, défini comme « *la prise de participation en capital dans des entreprises afin de permettre le financement de leur démarrage, de leur développement, ou encore de leur transmission/cession* »<sup>2648</sup>. Le capital-investissement peut s'organiser sous forme d'OPCVM à statut particulier : fonds communs de placement à risques<sup>2649</sup>, fonds communs de placement dans l'innovation<sup>2650</sup>, fonds d'investissement de proximité<sup>2651</sup>. Là encore, le régime dérogatoire des organismes n'exclut pas l'application des dispositions relatives à leur gestion par des sociétés de gestion de portefeuille, ce dont il résulte un encadrement de l'exercice du droit de vote. Mais à côté de ces organismes, la loi prévoit que cette activité peut être exercée sous forme de société par actions qui, si elle répond à un certain nombre d'exigences légales, est qualifiée de société de capital-risque ou de société financière d'innovation et bénéficie en conséquence d'un régime fiscal avantageux<sup>2652</sup>. Alors, le droit de vote dans les sociétés dans lesquelles des participations sont détenues est exercé librement. Il n'est donc pas exclu que l'activité puisse s'exercer sous d'autres formes, même si l'on peut constater en pratique que seules ces structures sont utilisées<sup>2653</sup>. Quoi qu'il en soit, il est possible par le biais de la constitution d'une société de capital-risque d'échapper aux règles contraignantes encadrant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières et notamment l'exercice des droits de vote attachés aux droits sociaux qu'ils détiennent. Il n'est toutefois pas surprenant que cette activité ne soit pas soumise aux mêmes exigences que le placement collectif, au sens propre du terme, du moins pour ce qui regarde le droit vote. En matière de placement collectif, la société de gestion est un pur gestionnaire qui n'a aucun intérêt dans les sociétés dans lesquelles il est investi et qui se contente d'une gestion financière en agissant sur la composition du portefeuille. Les dirigeants d'une société de capital-risque ont eux un rôle différent. Leur activité ne se résume pas en une simple action sur la composition du portefeuille : elle revêt une dimension stratégique qui les amène à s'investir dans la gestion des sociétés dans lesquelles une participation est détenue afin de les aider

---

<sup>2647</sup> Sur le régime juridique des hedge funds, V. notamment G. CAVALIER et E. SUEL, *La localisation des hedge funds en France et en Grande-Bretagne et son impact sur les politiques réglementaires – Aspects juridiques et fiscaux*, juil. 2008, spéc. p. 20 et s., disponible sur <http://www.amf-france.org>. V. égal. D. CAPOCCI, *ouvr. préc.*, spéc. p. 441.

<sup>2648</sup> T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 131.

<sup>2649</sup> Art. L. 214-28 et s. C. mon. fin.

<sup>2650</sup> Art. L. 214-30 et s. C. mon. fin.

<sup>2651</sup> Art. L. 214-31 et s. C. mon. fin.

<sup>2652</sup> Loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier ; loi n° 72-650 du 11 juillet 1972. V. J.-J. DAIGRE, « Pacte d'actionnaires et capital-risque - Typologie et appréciation », *Bull. Joly* 1993, p. 157.

<sup>2653</sup> V. F.-D. POITRINAL, *Le capital-investissement – Guide juridique et fiscal*, Préf. B. Maître, Avant-Propos O. Hassanein, Postface W. Butler, 2<sup>ème</sup> éd., Galexia éd., 2011, n° 31 et s.

dans une phase de leur développement<sup>2654</sup>. Il ne s'agit donc pas là de gestion de portefeuille, à proprement parler, mais plutôt de gestion de sociétés. La société n'a ainsi pas une activité uniquement financière mais également économique ; elle n'est pas une structure « transparente », comme peut l'être une SICAV ou une SICAF<sup>2655</sup>. Aussi est-il cohérent que l'exercice du droit de vote, qui constitue un instrument d'intervention stratégique dans les sociétés, soit libre. Les dirigeants seront soumis au seul contrôle des associés, dans les conditions de droit commun, hors le cas d'un OPCVM. Ainsi, dans les sociétés dont l'activité est la simple gestion financière d'un portefeuille de valeurs mobilières, parce que le recours à ces structures est d'ordre purement fonctionnel, des règles protectrices viennent se substituer aux dispositions sur le mandat de vote qui sont écartées du fait de l'interposition d'une personne morale entre les investisseurs et les sociétés dans lesquelles il est investi. Cette considération ne se retrouve pas dans les sociétés de capital-risque dont l'activité n'est pas uniquement financière.

Le placement collectif doit encore être distingué de l'activité de « *contrôle d'entreprises* », c'est-à-dire de celle des sociétés *holdings*, définies comme des « *sociétés dont l'objet est de posséder des titres de filiales ou de participations de sociétés dans lesquelles elle se réserve d'intervenir pour contrôler la gestion* » ou encore, comme « *des sociétés qui ont pour objet de détenir des titres de participation dans d'autres sociétés en vue d'en contrôler l'activité* »<sup>2656</sup>. Les holdings ne sont pas réglementées, si ce n'est dans leurs aspects fiscaux, et leur validité est largement admise<sup>2657</sup>. Le droit de vote dans les filiales peut donc évidemment être exercé librement. Là encore, on conçoit aisément la différence de traitement légal entre les structures de placement collectif et les holdings. La gestion d'un placement collectif n'est qu'une gestion financière d'un portefeuille de valeurs mobilières : les gérants se contentent d'agir sur la composition du patrimoine. L'objet d'une holding porte au contraire sur la gestion stratégique des sociétés dans lesquelles une participation est détenue<sup>2658</sup>. Là encore, il ne s'agit plus seulement de gestion collective de portefeuille mais de gestion de sociétés. Si l'on mesure que cette société

---

<sup>2654</sup> Pour reprendre la distinction opérée par M. Cuif, au sein des « contrats de gestion valorisation », la gestion a ici pour objectif la valorisation des actifs par l'exploitation et non simplement par la détermination de la valeur d'échange du bien. P.-F. CUIF, *ouvr. préc.*, spéc. p. 9 et 10.

<sup>2655</sup> V. *supra* n° 160.

<sup>2656</sup> F. CASTRES SAINT MARTIN - DRUMMOND, *thèse préc.*, n° 396. V. égal. sur la difficulté de définition de la notion et sur les objectifs variés pouvant être poursuivis par la création d'une holding, A. COURET et D. MARTIN, *Les sociétés holdings*, 2<sup>ème</sup> éd., PUF, 1997.

<sup>2657</sup> V. F. CASTRES SAINT MARTIN - DRUMMOND, *thèse préc.*, spéc. n° 128 et s. ; A. COURET et D. MARTIN, *ouvr. préc.*, 1997, p. 56 et s.

<sup>2658</sup> V. sur la distinction entre holdings et sociétés d'investissement : F. CASTRES SAINT MARTIN - DRUMMOND, *thèse préc.*, n° 454 et s., spéc., n° 457 : « *C'est ainsi que la holding se distingue de la société d'investissement. La composition du patrimoine de la société d'investissement est indifférente à ses actionnaires ; il en attendent seulement la hausse de la valeur et de la rentabilité du titre de la SICAV, c'est-à-dire un enrichissement personnel. La composition du patrimoine de la holding est essentielle pour ses associés qui continuent à exercer leur pouvoir sur les sociétés liées à travers la holding. La holding est créée pour détenir des titres de participation déterminés, une action sur la composition du portefeuille en vue de l'enrichissement de ses associés est exclue, mais elle peut exercer une action sur les sociétés mêmes dont elle détient les titres en vue d'améliorer globalement la rentabilité et la valeur de ces titres* ».

n'est en rien comparable avec le modèle traditionnel de la société exploitant un fonds de commerce ou, plus largement, une entreprise<sup>2659</sup>, il demeure que la holding participe de l'organisation d'une activité économique, contrairement à un OPCVM ou une SICAV dont le but est uniquement financier. Il est là encore cohérent que les règles relatives au mandat de vote soient écartées et qu'aucun mécanisme protecteur n'y soit substitué : le droit des sociétés trouve pleinement à s'appliquer.

Mentionnons enfin le cas très particulier des clubs d'investissement<sup>2660</sup> qui ont pour objet la « *constitution et la gestion d'un portefeuille de placement* »<sup>2661</sup>, qui poursuivent un objectif pédagogique et qui prennent la forme d'une société civile ou d'une indivision. Il s'agit donc là d'une hypothèse particulière de gestion collective. Ces clubs ne sont réglementés que dans leurs aspects fiscaux et le droit de vote s'exerce donc dans les conditions de droit de commun. Soulignons toutefois le faible poids de ces organisations puisque les avantages fiscaux qui y sont accordés sont subordonnés à plusieurs conditions, notamment un nombre de vingt membres maximum et des versements annuels par membre et par foyer fiscal inférieurs à 5500 euros. En outre, la gestion se fait normalement en commun. Il ne s'agit donc pas véritablement de gestion de portefeuille par un tiers : chacun prend part à la prise de décision en matière de gestion.

**526. – Conclusion.** Ainsi, le champ d'application des dispositions relatives à la gestion de portefeuille est mal déterminé. Cependant, remarquons que le législateur est intervenu de manière systématique au gré du développement des différentes hypothèses de gestion de portefeuille pour encadrer l'activité du gestionnaire professionnel d'instruments financiers et l'exercice du droit de vote. Il est normalement soumis à l'exigence d'un mandat spécial qui garantit la liberté du vote du titulaire. Lorsque des considérations pratiques le requièrent, les règles du droit des sociétés sont écartées mais des mécanismes protecteurs des investisseurs, des sociétés et plus généralement du marché y sont substitués. Ce n'est que dans le cas où une société, personne morale, est créée et lorsque son activité ne se borne pas à la seule gestion d'un portefeuille d'actifs pour les associés que ces dispositions contraignantes peuvent être évincées.

## II- L'encadrement du vote en cas de propriété-gestion

**527. – Présentation.** C'est à l'aune de ces structures existantes de gestion pour autrui qu'il convient d'appréhender les hypothèses de propriété-gestion. L'utilisation d'une fiducie ou

---

<sup>2659</sup> V. F. CASTRES SAINT MARTIN - DRUMMOND, *th. préc.*, n° 397 et s. ; G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne, ouvr. préc.*, n° 46.

<sup>2660</sup> V. notamment L. DUMOULIN-MAUDUIT, *Les organisations intermédiaires d'investisseurs*, Presses universitaires de la faculté de droit de Clermont-Ferrand, LGDJ, 2002. V. égal. CL. WITZ, *ouvr. préc.* n° 134 et s.

<sup>2661</sup> Documentation de base 5 I 421 disponible sur <http://doc.impots.gouv.fr>.

d'autres types de mécanismes permettant un transfert temporaire de propriété de droits sociaux à des fins de gestion devrait être soumise à un régime similaire à celui des modes habituels de gestion. À défaut, la réglementation contraignante existante serait mise à mal.

**528. – Fiducie, mandat et société.** La situation du gestionnaire-propriétaire doit être rapprochée de celle du mandataire pour être nettement distinguée de celle du représentant de société.

L'objet du mandat et de la propriété-gestion présente en effet des similarités. Mandat et fiducie-gestion<sup>2662</sup> sont tous deux des contrats qui autorisent l'accomplissement d'actes juridiques par recours à un intermédiaire<sup>2663</sup>. Les seuls traits distinctifs résident d'une part dans le transfert de propriété inhérent à la fiducie et étranger au mandat avec représentation, et d'autre part dans la possibilité pour le fiduciaire d'agir au profit d'un autre que le constituant, c'est-à-dire le bénéficiaire lorsqu'il en est distinct, alors que le mandataire n'agit que dans l'intérêt du mandant à moins de superposer au mandat une stipulation pour autrui. La différence se réduit donc lorsque constituant et fiduciaire sont confondus. Il a même été affirmé que « *la fiducie-gestion exercée au profit du fiduciaire comporte implicitement un mandat sans représentation lorsque le fiduciaire est chargé d'acquiescer auprès d'un tiers le bien à gérer ou, plus généralement, toutes les fois qu'il est amené à conclure des actes juridiques dans le cadre de la mission qui lui est impartie* »<sup>2664</sup>. Lorsque constituant et bénéficiaire sont distincts, toute similarité ne disparaît pas, les règles régissant les rapports entre fiduciaire et constituant et celles relatives aux relations entre mandant et mandataire comportant des similitudes. Ainsi et si l'on s'en tient à la fiducie des articles 2011 et suivants du Code civil, fiduciaire et mandataire sont tenus d'une obligation de rendre compte<sup>2665</sup>. Leurs pouvoirs, dans leurs relations avec le constituant et le mandant respectivement, sont délimités par le contrat<sup>2666</sup>. Tous deux sont tenus des fautes qu'ils commettent dans leur mission sur leur patrimoine personnel<sup>2667</sup>. À cet égard, plusieurs pays<sup>2668</sup> ont fait le choix d'appliquer les règles du mandat aux relations entre constituant et fiduciaire<sup>2669</sup>. Tel est le cas du Luxembourg<sup>2670</sup> et du Liban<sup>2671</sup>, où la loi renvoie au mandat, de la

---

<sup>2662</sup> La fiducie-sûreté ne vise pas à la conclusion d'actes juridiques, même si elle ne les exclut pas. V. CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 239.

<sup>2663</sup> V. CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 236 et s.

<sup>2664</sup> CL. WITZ, *ouvr. préc.*, n° 240.

<sup>2665</sup> Art. 2022 C. civ. pour la fiducie et art. 1993 C. civ. pour le mandat. V. comparant l'obligation du fiduciaire à celle du mandataire, F. BARRIERE, « Fiducie », *Rép. civ. Dalloz*, janv. 2008, n° 75.

<sup>2666</sup> Art. 2018 6° C. civ. pour la fiducie et art. 1989 C. civ. pour le mandat.

<sup>2667</sup> Art. 2026 C. civ. pour la fiducie et art. 1992 C. civ. pour le mandat. V. égal. F. BARRIERE, *art. préc.*, n° 78.

<sup>2668</sup> V. notamment CL. WITZ, « La fiducie française face aux expériences étrangères et à la convention de La Haye relative au trust », *D.* 2007, p. 1369 ; « Rapport introductif – Les traits essentiels de la fiducie et du trust en Europe », in *La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens*, *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 9 ; *La fiducie en droit privé français*, *ouvr. préc.*, n° 240.

<sup>2669</sup> Cela ne préjuge toutefois pas de la qualité de propriétaire du fiduciaire et de sa qualité d'associé.

Suisse<sup>2672</sup> et de l'Allemagne<sup>2673</sup>, où les juges ont rattaché la relation entre constituant et fiduciaire aux règles du mandat.

La fiducie-gestion s'éloigne en revanche du schéma de la société dotée de la personnalité morale<sup>2674</sup>. D'une part, ces techniques n'ont pas la même finalité. La fiducie-gestion comme le mandat visent à l'accomplissement d'actes juridiques par autrui. Ce n'est pas le cas de la constitution d'une société dont la finalité est l'organisation de relations collectives ou l'organisation d'un patrimoine : l'accomplissement d'actes juridiques n'en est que la résultante. D'autre part, le recours à la personnalité morale dans la société n'est pas un simple moyen d'affectation du patrimoine<sup>2675</sup>. Elle ne vise pas, non plus, seulement à « *organiser la coexistence de droits concurrents* »<sup>2676</sup> mais elle favorise la naissance d'un corps collectif venant modifier les droits individuels de ses membres et ordonné autour de son objet, d'une finalité, d'un intérêt<sup>2677</sup>. Et l'intérêt social n'est pas l'intérêt individuel des associés, quelle que soit la conception que l'on en adopte. Dans la conception la plus libérale, en effet, l'intérêt social est l'intérêt commun des associés. Or celui-ci n'est pas la somme des intérêts individuels : il est l'intérêt que les associés ont, en cette qualité, dans la société, ce qui suppose d'en exclure les intérêts strictement

---

<sup>2670</sup> Art. 7 (1), loi du 27 juillet 2003 portant approbation de la Convention de La Haye du 1er juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance ; portant nouvelle réglementation des contrats fiduciaires, et modifiant la loi du 25 septembre 1905 sur la transcription des droits réels. V. égal. Association luxembourgeoise des juristes de banque, « La fiducie des établissements de crédit en droit luxembourgeois », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque de Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, sous la direction de Cl. Witz, Préf. B. Oppetit, Feduci et LGDJ, 1985, p. 355 ; A. PRÜM et CL. WITZ, « La nouvelle fiducie luxembourgeoise », in *Trust et fiducie – La convention de la Haye et la nouvelle législation luxembourgeoise, Actes du colloque tenu au Luxembourg le 11 décembre 2003*, Montchrestien, 2005, p. 65, spéc. p. 80 et s.

<sup>2671</sup> Art. 13, loi n° 520 relative au développement du marché financier et des contrats fiduciaires, Journal Officiel n° 24/96. Une traduction française est disponible sur le site : <http://www.bdl.gov.lb>.

<sup>2672</sup> V. L. THEVENOZ, *Trusts en Suisse : Adhésion à la Convention de La Haye sur les trusts et codification de la fiducie*, Schulthess, 2001, p. 145 ; CL. REYMOND et J. REVACLIÉ, « Les opérations fiduciaires en droit suisse », in *Les opérations fiduciaires*, ouvr. préc., p. 210 ; M. GIOVANOLI, « Les opérations fiduciaires dans la pratique bancaire suisse », in *La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens*, Bull. Joly 1991, n° 4 bis, p. 31. La transposition récente de la Convention de la Haye relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance n'a pas modifié l'état de cette question. V. Loi fédérale sur le droit international privé (LDIP), du 18 décembre 1987 (modifiée le 20 déc. 2006) (V. B. CHAPPUIS, « "Trust" et fiducie en Suisse », D. 2007, p. 1648).

<sup>2673</sup> U. BLAUROCK avec le concours de CL. WITZ, « Les opérations fiduciaires en droit allemand », in *Les opérations fiduciaires*, ouvr. préc., p. 224.

<sup>2674</sup> On ne parle ici que des sociétés dotées de la personnalité morale.

<sup>2675</sup> J.-P. GASTAUD, *Personnalité morale et droit subjectif – Essai sur l'influence du principe de personnalité morale sur la nature et le contenu des droits des membres des groupements personnifiés*, Préf. J.-P. Sortais, LGDJ, 1977, n° 11 : « Dans ce sens, c'est avec raison que l'on a pu voir dans la personnalité morale qu'un moyen d'affectation du patrimoine, idée à laquelle notre droit est traditionnellement hostile. Mais la personnalité morale n'est pas uniquement cela, car l'autonomie du patrimoine et son contenu seront diversifiés en fonction de la finalité assignée au groupement ».

<sup>2676</sup> J.-P. GASTAUD, *ouvr. préc.*, n° 291.

<sup>2677</sup> V. J.-P. GASTAUD, *ouvr. préc.*, n° 24 et s. V. égal. L. COUPET, *L'action en justice des personnes morales de droit privé*, th. Aix-Marseille 3, 1974, n°13 et n° 159. Sur la notion d'intérêt, V. notamment N. MATHEY, *Recherche sur la personnalité morale en droit privé*, th. Paris 2, 2001 ; B. OPPÉTT, *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963, p. 50 et s. Sur la finalité, V. notamment J. PAILLUSSEAU, « Le droit moderne de la personnalité morale », RTD civ. 1993, p. 705.

personnels que les associés peuvent avoir en d'autres qualités<sup>2678</sup>. Et c'est dans cet intérêt que le dirigeant social doit s'attacher à agir<sup>2679</sup>. Au contraire, le mandataire doit agir pour le compte de son mandant<sup>2680</sup> – et en son nom en cas de mandat avec représentation – et le fiduciaire au profit du bénéficiaire<sup>2681</sup>. Il en est autrement en matière de société. On pourrait objecter que l'écran de la personnalité morale est plus ou moins dense selon la forme sociale<sup>2682</sup> et que dans certaines sociétés, l'intérêt des associés est étonnamment proche de l'intérêt social, si ce n'est confondu<sup>2683</sup>. Ce serait notamment le cas dans les sociétés unipersonnelles<sup>2684</sup>. Pourtant, même dans ces sociétés, il n'est pas certain que l'on puisse assimiler intérêt de l'associé unique et intérêt social. Si l'on définissait ce dernier comme l'intérêt commun, on pourrait être en effet tenté à première vue de confondre les deux<sup>2685</sup>. Pourtant, l'interposition d'une personne morale s'oppose à cette assimilation : la personnalité morale confère une autonomie à l'activité exercée et les avantages qu'elle procure ne se justifient que par cet intérêt partiellement distinct<sup>2686</sup>. L'entrepreneur individuel qui constitue une société voit évidemment ses pouvoirs limités, contrepartie de la création d'une personne morale. Même l'entrepreneur à responsabilité limitée n'est pas soumis au même régime que l'associé unique, même si leurs figures sont proches<sup>2687</sup>. À titre d'exemple, l'associé unique pourrait être coupable de vol envers la société alors que l'entrepreneur individuel à responsabilité limitée ne pourra pas l'être puisque les textes requièrent que l'infraction préjudicie à « *autrui* »<sup>2688</sup>. On ne peut se voler soi-même, les textes ne prenant pas en compte le patrimoine mais la personne. Remarquons également que lorsque le recours à la société est

---

<sup>2678</sup> Rappr. D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, ouvr. préc.*, n° 322 : « Selon nous, cette notion [celle d'intérêt social] se compose de deux éléments : l'intérêt des actionnaires et la communauté d'intérêt existant entre eux. Le premier élément exprime le but poursuivi par le groupement sociétaire : l'enrichissement des actionnaires résultant de l'enrichissement du patrimoine social. Le second élément exprime le lien unissant les actionnaires, chacun ayant droit à sa juste part de l'enrichissement social ».

<sup>2679</sup> Les pouvoirs des dirigeants à l'égard des tiers sont formulés de manière différente selon la forme sociale. V. par ex. l'art. L. 221-4 C. com. en matière de SNC affirmant : « Dans les rapports entre associés, et en l'absence de la détermination de ses pouvoirs par les statuts, le gérant peut faire tous actes de gestion dans l'intérêt de la société ».

<sup>2680</sup> Art. 1184 C. civ.

<sup>2681</sup> Art. 2011 C. civ. Le raisonnement est transposable aux autres formes de transfert de propriété aux fins de gestion, par exemple au cas de transfert temporaire de propriété organisé à l'aide de promesses croisées.

<sup>2682</sup> J. FOYER, « Droit français », in *La personnalité morale et ses limites*, LGDJ, 1960, p. 113 ; J. PATARIN, « Rapport sur les groupements sans personnalité juridique en droit civil français », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, 1969, Dalloz, 1979, p. 36, spéc. p. 38. V. égal. N. MATHEY, *ouvr. préc.*, n° 858 et s.

<sup>2683</sup> Rappr. sur l'instrumentalisation de la notion de société : F. CASTRES SAINT MARTIN – DRUMMOND, *th. préc.*, n° 537 et s.

<sup>2684</sup> A. SAYAG, « De nouvelles structures pour l'entreprise », *JCP éd. G* 1985, I, 3217 ; P. SERLOOTEN, « L'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », *D.* 1985, chron. p. 187.

<sup>2685</sup> V. sur cette question B. DONDERO, *ouvr. préc.*, n° 329.

<sup>2686</sup> V. F. CASTRES SAINT MARTIN - DRUMMOND, *th. préc.*, n° 564 : « Comme toute construction juridique, la personnalité morale est un procédé finalisé. L'affectation patrimoniale qu'elle permet, contraire au principe fondamental de l'unité du patrimoine et au droit de gage général des créanciers est nécessairement justifiée. La séparation des patrimoines est réalisée pour permettre l'épanouissement d'un intérêt différent de l'intérêt individuel des associés ou de l'associé (...) ».

<sup>2687</sup> V. notamment B. SAINTOURENS, « Associé unique ou entrepreneur individuel : quel statut choisir pour une responsabilité limitée ? », *Petites affiches* 28 avril 2011, n° 84, p. 7.

<sup>2688</sup> Art. 311-1 CP. Il en est de même de l'abus de biens sociaux dans les EURL (art. 241-3), qui ne vise que le gérant toutefois, ou de l'abus de confiance (art. 314-1 CP).



instrumentalisé, son régime est souvent adapté. C'est par exemple le cas de la société d'investissement. Le législateur a pris acte de la similarité entre la société et le fonds commun de placement. Puisque la personne morale interposée relève du pur artifice sans que l'on puisse distinguer la situation du mandataire d'un fonds de celle du représentant légal d'une société d'investissement, le régime du dernier est aligné sur celui du premier.

En matière de droit de vote et malgré le transfert de propriété que suppose la fiducie, le régime du fiduciaire devrait donc être aligné sur celui du mandataire.

**529. – Droit de vote.** Une fois constatée la nécessité d'une appréhension globale de la gestion pour autrui et de l'alignement des régimes du mandataire et du gestionnaire-propriétaire, il faut encore remarquer que lorsque la gestion porte sur un portefeuille d'instruments financiers, cette activité doit être qualifiée de service d'investissement aux termes de l'article L. 321-1 du Code monétaire et financier. Le gestionnaire sera donc qualifié de prestataire de services d'investissement et devra en respecter les obligations, que l'activité se réalise sous mandat ou par utilisation d'un mécanisme fiduciaire<sup>2689</sup>. Ce statut ne se soucie toutefois pas de l'exercice du droit de vote qui est soumis au droit commun. Le traitement de l'exercice du vote demeure donc à uniformiser. Il en est de même en matière de parts sociales.

Une alternative existe alors. On peut admettre l'utilité pour un investisseur de laisser le gestionnaire de portefeuille exercer le droit de vote. Il faudrait alors autoriser le gestionnaire – qu'il soit sous mandat ou propriétaire – à exercer le droit de vote, et encadrer cet exercice comme l'est l'exercice du vote par les sociétés de gestion. Il faut sinon refuser au gestionnaire une telle possibilité : qu'il soit sous mandat ou propriétaire ne devrait alors pas influencer sur la solution adoptée. Seul un mandat spécial lui ouvrirait les portes de l'assemblée.

Diverses considérations doivent être prises en compte dans la détermination de la solution la mieux adaptée. Il faut d'une part relever l'intérêt que l'investisseur pourrait trouver avantage à laisser exercer son droit de vote par le gestionnaire. Il ne faut pas, d'autre part, omettre que la réglementation de l'exercice du vote par les sociétés de gestion a favorisé l'activisme et complexifié le paysage actionnarial. Une autorisation de l'exercice du vote par le gestionnaire individuel ne devrait donc pas accroître ce phénomène. L'exercice du droit de vote constitue en outre un métier qui n'est pas celui du gestionnaire et qui requerrait donc un encadrement spécifique.

---

<sup>2689</sup> Le mandat est toutefois strictement réglementé par le Règlement général de l'AMF (art. 314-60 et s.), ce qui n'est pas le cas des mécanismes fiduciaires.

**530. – Conclusion.** Le régime de l'exercice du droit de vote par un gestionnaire bénéficiant de la propriété des titres devrait donc être aligné sur celui du vote du mandataire, qui ne peut aujourd'hui voter que s'il lui est octroyé une procuration spéciale, sauf dans le cas d'un OPCVM où le mandataire bénéficie d'un régime dérogatoire mais encadré. Au-delà de la problématique du vote, si la gestion individuelle sous forme d'une fiducie devait se développer, remarquons qu'il faudrait encore qu'elle soit encadrée comme l'est aujourd'hui la gestion sous mandat<sup>2690</sup>. Quant à la gestion collective sous forme de fiducie, elle ne pourrait se développer que si la pratique était précisément réglementée, comme le sont les OPCVM. Il n'est néanmoins pas certain que cette forme de gestion collective ait un intérêt particulier par rapport aux structures préexistantes.

\* \* \*

\*

**531. – Conclusion du chapitre 1.** Lorsque la loi permet à un non-associé d'exercer le droit de vote, il serait nécessaire qu'il fût assuré que le droit de vote est exercé dans l'intérêt de son titulaire.

En premier lieu, on s'est interrogé sur les voies d'amélioration de deux hypothèses problématiques de représentation dans les sociétés cotées, préalablement dégagées : l'exercice du vote par l'intermédiaire d'un actionnaire non résident et l'exercice du vote par un sollicitateur. L'étude de la première hypothèse a montré que les difficultés ne se présentaient pas tant au niveau de l'exercice du vote qu'à celui de la détermination de l'actionnaire. Les législateurs français et européen se sont en effet largement intéressés à l'exercice du vote par l'intermédiaire, de telle sorte que la situation est aujourd'hui relativement satisfaisante. En revanche, la question préalable de la détermination de l'actionnaire véritable dans des systèmes de droit étrangers dans lesquels les notions françaises sont difficilement transposables n'a pas encore trouvé de réponses en droit positif. L'application du principe proposé liant qualité d'associé et aléa social en serait une. L'étude de la deuxième hypothèse a permis de proposer quelques voies d'amélioration de la législation encore embryonnaire de la sollicitation des mandats.

En second lieu, le principe proposé liant qualité d'associé et aléa social conduirait à redistribuer le droit de vote à des associés non-proprétaires. Lorsque le propriétaire est un gestionnaire, il a fallu s'interroger sur la légitimité de lui laisser exercer le droit de vote pour le

---

<sup>2690</sup> Art. 314-60 et s. RG AMF.

compte de l'associé. Une telle solution ne serait pas inenvisageable, si l'encadrement était suffisant pour garantir que le vote est exercé dans l'intérêt de l'associé et non dans un intérêt propre. Il conviendrait toutefois d'aligner le régime applicable aux différents mécanismes de gestion de droits sociaux pour le compte d'autrui. Il n'existe pas de raison valable en effet de traiter différemment le gestionnaire selon qu'il est mandataire ou propriétaire.

Ces techniques autorisant un tiers à voter pour le compte d'un associé sont utiles et légitimes, tant que le droit de vote est exercé dans l'intérêt de son titulaire. Il en est autrement de l'accès occulte au droit de vote.



## Chapitre 2 : Limiter l'accès occulte au droit de vote

**532.** – Il est d'autres hypothèses où le sens du vote d'un associé peut être influencé par un tiers sans que ce dernier n'exerce pourtant le droit de vote. L'accès au droit de vote est alors occulte.

En premier lieu, il y a accès occulte au droit de vote, lorsqu'un tiers à la société, sans exercer le droit de vote, détermine, de fait, le sens de celui-ci. L'étude de ces situations montre que le législateur a tenté d'éviter ces hypothèses. Leur survivance s'explique par les défaillances de la réglementation actuelle, dont le champ d'application n'est pas assez large pour englober toutes les possibilités d'influence sur l'exercice du vote. Ces failles, qui agissent comme autant d'incitations à l'accès occulte au droit de vote, doivent être comblées.

En second lieu, l'activité de conseil en droit de vote, que l'on a évoqué à plusieurs reprises<sup>2691</sup>, suscite des difficultés proches. Lorsqu'une entreprise spécialisée conseille un associé dans l'exercice de son droit de vote, l'associé demeure évidemment libre de suivre ou non ses recommandations. Encore faut-il toutefois que le choix soit éclairé. Or cette activité en plein développement n'est pas réglementée. Il n'existe aucune garantie de transparence et d'intégrité des pratiques. L'existence de conflits d'intérêts, notamment, ne peut être exclue. Dans ce cas, il existe un risque d'accès occulte au droit de vote, ou du moins, si le terme peut paraître trop fort, d'influence mal contrôlée sur l'exercice du droit de vote. Ceci justifie une réflexion sur l'encadrement de cette activité.

La volonté de limiter l'accès occulte au droit de vote engage ainsi, d'une part, à supprimer certaines incitations existantes (section 1), d'autre part, à encadrer l'activité des agences de conseil en vote (section 2).

---

<sup>2691</sup> V. *supra* n° 273, 282, 289, 292, 292, 300, 302, 516.

## Section 1 – Supprimer les incitations à l'accès occulte au droit de vote

**533.** – Il advient dans certaines situations qu'une personne puisse déterminer le sens du vote d'un associé, sans toutefois l'exercer directement. On peut alors parler d'accès occulte au droit de vote<sup>2692</sup>. Deux cas peuvent être évoqués. D'une part, dans les situations d'autocontrôle, il ne peut être exclu qu'une société ou sa filiale exerce le droit de vote au sein des assemblées de la première. Or dans ces situations, nous l'avons vu, le droit de vote est de fait exercé par les dirigeants. Aussi les situations d'autocontrôle mériteraient-elles d'être mieux encadrées. D'autre part, celui qui subit un risque aligné sur l'aléa social du fait de la détention d'instruments dérivés peut être amené à influencer sur le sens du vote exercé par son cocontractant qui se serait couvert par la souscription des actions sous-jacentes et qui ne trouverait, lui, aucun intérêt dans le vote. Au-delà de la question tenant à l'acquisition immédiate d'un pouvoir de vote au sein de la société, ces pratiques sont utilisées à des fins de prises de contrôle rampantes que les droits français et européen s'efforcent pourtant d'éviter. Ces dernières ne sont pas en lien direct avec notre propos, on ne peut néanmoins occulter cette finalité dans le traitement des difficultés inhérentes à ces pratiques. Si celles-ci prospèrent, c'est que les règles relatives aux obligations de déclaration de franchissement de seuils et aux offres publiques obligatoires tiennent insuffisamment compte de l'acquisition différée de pouvoir par le biais d'instruments dérivés. Dans ces deux hypothèses, les insuffisances de la réglementation constituent autant d'incitations à l'accès occulte au droit de vote.

Améliorer l'encadrement de l'autocontrôle (I), d'une part, et la réglementation des franchissements de seuils et des offres publiques obligatoires (II), d'autre part, empêcherait l'utilisation de ces pratiques à des fins d'accès occulte au droit de vote.

### I- Améliorer l'encadrement de l'autocontrôle

**534.** – Nous l'avons vu<sup>2693</sup>, les situations d'autocontrôle – cette notion étant entendue comme incluant les participations croisées et l'autodétention – suscitent des difficultés d'ordre politique. Il convient d'éviter qu'elles permettent à une société d'exercer le droit de vote en ses propres assemblées, ou à ses filiales d'exercer ce droit. Cet exercice serait en effet déterminé par les dirigeants sociaux, qui pourraient ainsi venir renforcer sans frais leur pouvoir de vote au détriment des minoritaires. L'un des risques souvent souligné est celui de l'irrévocabilité

---

<sup>2692</sup> V. n° 303 et s.

<sup>2693</sup> V. *supra* n° 98 et n° 304 et s.

potentielle des dirigeants. Le risque est toutefois plus large : il existe pour toute décision prise en assemblée générale. La question de la légitimité de la pratique se pose également en termes financiers : elle tend notamment à diminuer l'assiette du gage des créanciers et pourrait être utilisée à des fins de gestion financière de court terme au détriment d'une vision stratégique de l'activité de l'entreprise à long terme<sup>2694</sup>. Cette interrogation est toutefois étrangère à notre propos. Nous nous limiterons à l'examen des difficultés d'ordre politique surgissant lorsque l'autocontrôle est permis par la loi.

Ces difficultés ont été mises en lumière précédemment<sup>2695</sup> et il convient à ce stade de tenter d'y remédier. D'une part, le champ d'application des dispositifs légaux prévoyant la suspension du droit de vote est insuffisamment étendu pour prendre en compte l'intégralité des pratiques d'autocontrôle. Il faut donc tenter de le préciser (A). D'autre part, des stratégies de reclassement des participations d'autocontrôle aux fins de réveil des droits de vote ne sont pas exclues. Si toutes ne sont pas nécessairement illégitimes, certaines doivent néanmoins être évitées (B).

#### **A- La précision du champ d'application des suspensions de droit de vote**

**535. – Présentation.** Le législateur s'est efforcé de suspendre le droit de vote dans les situations d'autocontrôle. Cette suspension est toutefois loin d'être générale. Nous nous intéresserons successivement à l'autodétention puis aux participations croisées.

**536. – Autodétention et suspension du droit de vote.** Dans les situations d'autodétention, nous l'avons vu, la suspension est de principe<sup>2696</sup>. La difficulté principale en matière de droit de vote tient à l'interprétation des termes peu précis de l'article L. 225-210 : il dispose en effet en son alinéa 4 que les actions « possédées » par la société sont privées de droit de vote. Comment interpréter le terme de « possession » ? L'usufruitier, le nu-proprétaire, le fiduciaire, le bénéficiaire, le constituant sont-ils possesseurs aux termes de cette disposition ? L'esprit du texte ferait pencher en ce sens mais une interprétation littérale du terme de possession pourrait l'exclure. Le législateur ne s'est pas soucié de cette question, alors qu'il l'a fait par exemple dans la location d'actions, celle-ci n'ayant pas été ouverte aux personnes morales notamment pour éviter

---

<sup>2694</sup> Sur les intérêts financiers du rachat d'actions par la société, V. notamment, R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 64 et s. et spéc. n° 72 ; A. COURET, « Le rachat par la société de ses propres actions », *art. préc.* ; « Rachat par les sociétés de leurs propres actions », *Bull. COB* fév. 2000, p. 48, spéc. p. 58.

<sup>2695</sup> V. *supra* n° 304 et s.

<sup>2696</sup> V. *supra* n° 307.

ce genre de pratique<sup>2697</sup>. Plus généralement, le sort des droits politiques a été réglé au cas par cas par le législateur et seul le sort du droit de vote et du droit préférentiel de souscription a été envisagé<sup>2698</sup>. La difficulté paraît plus théorique que réelle, en ce sens qu'il n'est pas certain qu'une société ait intérêt à revendiquer la jouissance d'un droit politique dont le sort n'aurait pas été expressément envisagé par la loi. Quel besoin en effet la société, ou plutôt ses dirigeants, pourraient avoir à demander en son sein une expertise de gestion ou à faire valoir un droit à l'information ? Cette hypothèse ne peut cependant être totalement exclue<sup>2699</sup> et une appréhension globale des droits politiques serait plus satisfaisante.

Afin de résoudre ces difficultés, minimes mais témoignant d'un manque de réflexion d'ensemble et d'un défaut de cohérence du dispositif légal, il faudrait qu'il soit expressément déclaré que la société ne peut être sa propre associée. Ce principe sous-tend déjà les textes légaux mais n'est à aucun moment exprimé. Il s'agit donc de le poser expressément, ce qui ne constitue en réalité qu'une précision relative à l'application du principe selon lequel seul est associé celui qui subit l'aléa social. Or ce n'est pas le cas de la société qui détient ses propres actions. Formellement, elle est considérée comme apporteur et n'est pas privée des droits pécuniaires. Mais, nous l'avons vu<sup>2700</sup>, cet aléa n'est qu'apparent : économiquement, on ne peut concevoir qu'elle supporte une perte ou un gain en son sein. Parce qu'il existe toutefois une apparence d'aléa, la précision serait opportune. Il résulterait de ce principe, couplé à la définition de l'associé proposée, que la société ne peut exercer en son sein aucun droit d'associé.

**537. – Participations croisées et suspension du droit de vote.** Dans les situations de participations croisées, les difficultés soulevées par l'exercice du droit de vote sont plus délicates à appréhender<sup>2701</sup>. Il n'existe en effet pas de principe<sup>2702</sup> de suspension du droit de vote : celle-ci demeure l'exception. En cas de participations directes, il n'y a de suspension que lorsque l'une des sociétés est obligée par la loi de vendre sa participation et dans l'attente de cette cession, c'est-à-dire lorsque l'autre société détient plus de 10 % de son capital<sup>2702</sup>. Cela laisse la possibilité de participations réciproques de 10 % chacune, sans privation de droit de vote. En cas de

---

<sup>2697</sup> V. G. CORNU, Rapport fait au nom de la Commission des affaires économiques et du plan sur le projet de loi en faveur des petites et moyennes entreprises, n° 333, p. 102 : « *En outre, l'exclusion des personnes morales du bénéfice de la location de titres tient également aux difficultés susceptibles de surgir en matière de participations réciproques, de risques de manipulations comptables, de règles d'auto-détention de capital ou de droits de vote* ».

<sup>2698</sup> Art. L. 225-210 C. com.

<sup>2699</sup> V. notamment l'hypothèse d'une société par action simplifiée dont la direction serait éclatée en plusieurs pôles de contrôle, évoquée par R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 744.

<sup>2700</sup> V. *supra* n° 435.

<sup>2701</sup> V. *supra* n° 305 et 306.

<sup>2702</sup> Art. L. 233-29 et L. 233-30 C. com.



participations indirectes, il n'y a de suspension de droits de vote que lorsque ceux-ci sont attachés aux actions d'une société qui contrôle directement ou indirectement la société qui les détient<sup>2703</sup>. Ces deux dispositions laissent de larges possibilités d'exercice du droit de vote par une filiale au sein des assemblées de la mère.

Il faut remarquer que tout exercice n'est pas nécessairement illégitime. Il le devient lorsque la société dans laquelle les droits de vote sont détenus, et plus particulièrement ses dirigeants, ont la possibilité d'influer sur le vote de la société fille. C'est d'ailleurs ce qui sous-tend la suspension du droit de vote en cas de contrôle. Pourtant, la notion de contrôle n'est pas à même d'englober toutes les hypothèses où la société est susceptible d'influencer le sens du vote<sup>2704</sup>. D'abord, le contrôle, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, s'entend d'un contrôle en assemblée<sup>2705</sup>. Or l'assemblée n'est pas le lieu unique de pouvoir au sein des sociétés. Le sens du vote qui sera exercé dans la société dont une participation est détenue n'est pas déterminé en assemblée générale. Certes, ceux qui le détermineront, les dirigeants sociaux, sont nommés et révoqués par cette assemblée. Pour autant, le lien entre ceux qui exercent un pouvoir de maîtrise en assemblée et ceux qui déterminent le sens du vote est distendu. Il existe évidemment bien d'autres modes d'influence sur la décision des dirigeants relative au sens du vote qu'une menace de révocation en assemblée. En outre, le contrôle au sens de l'article L. 233-3 s'entend du contrôle majoritaire, c'est-à-dire d'un pouvoir de maîtrise des décisions sociales<sup>2706</sup>. Or il n'est nul besoin d'être majoritaire pour influencer sur la prise de décision. L'influence n'est pas nécessairement la maîtrise. Il existe d'autres formes d'influence que le contrôle majoritaire exercé en assemblée<sup>2707</sup>. Aussi a-t-on pu parler, à côté des actionnaires de contrôle, d'actionnaires de référence ou d'actionnaires opérateurs<sup>2708</sup>. En réalité, lorsque les participations sont réciproques, il existe nécessairement un risque d'influence sans même que la société appartienne à l'une de ces catégories, car des tractations peuvent être aisément menées. Dans ces situations au demeurant, l'influence peut n'être que de fait sans résulter d'une volonté claire et affichée. En conclusion, le contrôle demeure une notion trop restreinte pour servir de critère à la privation du droit de vote en cas de participations croisées : celui-ci devrait être suspendu dès qu'il y a possibilité d'influence

---

<sup>2703</sup> Art. L. 233-31 C. com.

<sup>2704</sup> V. en ce sens R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 18-2.

<sup>2705</sup> V. notamment J. BARTHELEMY et *alii* (sous la direction de), *Le droit des groupes de sociétés*, Avant-Propos J. PAILLUSSEAU, Dalloz, 1991, n° 2300 ; D. SCHMIDT, « Les définitions du contrôle d'une société », *Rev. jur. com.* 1998, numéro spécial, Colloque « La prise de contrôle d'une société », p. 9.

<sup>2706</sup> M. STORCK, « Définition légale du contrôle d'une société en droit français », *Rev. sociétés* 1986, p. 385, spéc. p. 394 et s.

<sup>2707</sup> V. Cass. com. 24 nov. 1992, *Bull. civ. IV* 1992, n° 367, p. 260, n° 91-10699 ; *Bull. Joly* 1993, p. 224, note P. LE CANNU. V. égal. CL. CHAMPAUD, *ouvr. préc.*, spéc. n° 26.

<sup>2708</sup> D. SCHMIDT, « Les définitions du contrôle d'une société », *art. préc.*

sur le sens du vote. La suspension au-delà de 10 % de participations réciproques directes est à cet égard plus adaptée, encore que 10 % des droits de vote reste un chiffre élevé. En réalité, dans les situations de participations réciproques, il existe un risque d'influence quel que soit le pourcentage détenu. Il faut en tout cas commencer à s'en préoccuper dès lors que le nombre de droits de vote est suffisamment significatif pour influencer sur la prise de décision sociale. Mais il est vrai que cette notion d'influence, comme celle de contrôle, demeure factuelle<sup>2709</sup>.

Afin de résoudre ces situations, une première solution serait de limiter les possibilités de participations croisées. Les réformes ayant favorisé l'autodétention auraient dû se solder par l'arrêt du recours aux participations croisées, l'autodétention demeurant une pratique plus transparente et plus satisfaisante. Il était, en effet, dans l'esprit de beaucoup que la construction de participations croisées était un moyen de contourner l'interdiction de l'autodétention<sup>2710</sup>. Celle-ci autorisée, il n'y aurait aucune raison de continuer de permettre la construction de tels schémas de participation<sup>2711</sup>. Mais il est vrai qu'une telle solution dépasse la seule question du droit de vote et obligerait à examiner plus en détails les questions d'ordre financier qu'implique cette pratique. Une solution moins radicale tendrait à assurer une suspension du droit de vote en cas de participations croisées directes ou indirectes de la société qui détient le pourcentage de droits le plus faible. Enfin, une solution minimale serait d'aligner le régime politique des participations croisées indirectes sur celui des participations directes. En effet, il est impossible pour une société de voter à l'assemblée d'une autre si cette dernière détient plus de 10 % de son capital, puisqu'elle doit alors céder sa participation et, dans l'attente, est privée de ses droits de vote. La privation pourrait être étendue aux cas de participations indirectes. Cette disposition tend cependant aujourd'hui essentiellement à limiter le risque de fictivité du capital, prenant en compte l'aspect financier de la situation. Pour l'utiliser dans une dimension politique, il conviendrait de l'adapter et de ne plus calculer le seuil uniquement en capital mais également en droit de vote, ce qui permettrait de prendre en considération d'éventuels droits de vote doubles.

Un autre point mérite d'être précisé. Nous avons en effet que les textes emploient les termes de possession ou de détention, ce qui laisse subsister une insécurité quant au champ des pratiques visées<sup>2712</sup>. Comme en matière d'autodétention<sup>2713</sup>, il serait bon de préciser que la société

---

<sup>2709</sup> V. notamment CL. J. BERR, « La place de la notion de contrôle en droit des sociétés », in *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, I, Librairies techniques, 1974, p. 1 ; B. OPPETTI, *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963, p. 156 et s.

<sup>2710</sup> V. COB, B. ESAMBERT, *rapp. préc.*, p. 22.

<sup>2711</sup> V. COB, B. ESAMBERT, *rapp. préc.*, p. 28 : « Enfin, en contrepartie de la souplesse ainsi offerte, les entreprises se verraient ôter toute possibilité de rachat de leurs actions par des filiales ou sous-filiales ».

<sup>2712</sup> V. *supra* n° 306.

ne peut exercer ou faire exercer les droits de vote dont elle est titulaire. Cela permettrait de prendre en considération, sans distinction, toutes les modalités d'acquisition de la qualité d'associé.

## **B- L'encadrement du reclassement des participations d'autocontrôle**

**538. – Présentation.** Le reclassement des participations d'autocontrôle permet de faire revivre des droits de vote qui seraient suspendus. Il n'est évidemment pas condamnable en soi. Son utilisation pose toutefois difficulté lorsqu'il est utilisé à des fins politiques pour faire approuver une opération déterminée en reclassant les titres dans des mains amies.

**539. – Reclassement et attribution du droit de vote.** Pour ce qui est de l'attribution du droit de vote, la situation ne pose véritablement problème que lorsque le vote n'est pas exercé librement mais est déterminé par la société cédante. En réalité, ces situations recouvrent des hypothèses où le cessionnaire ne supporte pas effectivement l'aléa social. Or l'application du principe fondant la qualité d'associé sur l'aléa social<sup>2714</sup> permettrait de tenir pour associé et titulaire du droit de vote le seul cédant supportant l'aléa social. Il en découlerait que les règles de suspension du droit de vote continueraient de s'appliquer dans ces situations, en cas d'autodétention comme dans les hypothèses de participations croisées. La difficulté principale serait donc résolue.

**540. – Reclassement et égalité des actionnaires.** La question de la légitimité du transfert dans les hypothèses où les participations sont reclassées entre des mains amies, mais où le droit de vote est exercé librement et l'aléa social supporté, est étrangère à la problématique de l'attribution du droit de vote. Elle s'apprécie plutôt en termes d'égalité des actionnaires : est-il légitime que les dirigeants d'une société cherchent à faire approuver une délibération ou à se protéger d'une offre publique hostile en cédant à leur profit des actifs appartenant à la société et dont l'acquisition a été financée par l'intégralité des actionnaires ? Rien ne l'interdit en l'état actuel de la législation et aucun principe général d'égalité entre actionnaires n'a jamais été expressément consacré par la loi<sup>2715</sup>, du moins hors période d'offre publique<sup>2716</sup>. En période d'offre publique, la

---

<sup>2713</sup> V. *supra* n° 536.

<sup>2714</sup> V. *supra* n° 401 et s.

<sup>2715</sup> V. M. BUCHBERGER, *ouvr. préc.*, n° 300 et s. ; PH. BISSARA, Introduction, « L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », in « Entretiens de Nanterre 1994 », *JCP éd. E 1994, Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 5, p. 18 ; P. DIDIER, Rapport, « L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », in « Entretiens de Nanterre 1994 », *JCP éd. E 1994, Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 5, p. 20. V. égal. J. MESTRE, « L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé) », *Rev. sociétés* 1989, p. 399 ; M. GERMAIN, « Les moyens de l'égalité des associés dans les sociétés par actions non cotées », in *Mélanges P. Didier*, Economica, 2008, p. 189.

jurisprudence a accepté d'annuler un reclassement d'actions autodétenues<sup>2717</sup> en se fondant sur un texte interdisant dans ce cas l'accroissement de l'autocontrôle<sup>2718</sup>. Le fondement de la décision demeurait mal assuré et il n'est pas certain qu'une telle solution serait aujourd'hui réitérée<sup>2719</sup>. Hors période d'offre publique, rien ne s'oppose à un tel reclassement. Rien n'y fait obstacle non plus en cas de participations croisées. La seule limite à ces pratiques paraît, aujourd'hui, être celle de l'intérêt social. Mais reclasser des titres entre des mains amies n'y est pas nécessairement contraire<sup>2720</sup>. La volonté de favoriser l'égalité des actionnaires pourrait amener à soutenir des propositions qui ont été faites afin d'éviter ces pratiques en matière d'autocontrôle : instaurer un droit préférentiel d'acquisition d'actions d'autocontrôle, comme il existe un droit préférentiel de souscription, ou encore élargir le champ de la procédure des conventions réglementées à la cession d'actions d'autocontrôle<sup>2721</sup>. L'opportunité de ces solutions n'est toutefois pas vérifiée. L'extension de la procédure des conventions réglementées serait peu utile puisque l'opération devrait être approuvée par l'assemblée après que la cession aura été effectuée : les cessionnaires voteraient alors et, selon la structure de l'actionnariat et l'importance des participations cédées, il est fort probable que la cession soit approuvée. Quant à l'instauration d'un droit préférentiel d'acquisition, elle permettrait de mieux assurer l'égalité entre actionnaires. Elle serait toutefois une procédure de mise en œuvre lourde et ne correspondrait pas nécessairement à l'esprit du droit français qui protège le droit de céder librement ses titres, n'admet pas de principe général d'égalité et tolère largement les défenses anti-OPA même s'il limite leur utilisation en période d'offre<sup>2722</sup>.

Cette question dépasse, quoi qu'il en soit, la problématique de l'attribution du droit de vote et ne sera donc pas plus développée ici.

---

<sup>2716</sup> En matière d'offre publique, le Code monétaire et financier délègue à l'AMF le pouvoir de fixer les règles nécessaires pour assurer « l'égalité des actionnaires » (L. 433-1 I C. mon. fin.). V. égal. A.-M. FRISON-ROCHE, « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier », *Bull. Joly bourse* 1993, p. 720.

<sup>2717</sup> TC Paris 16 mars 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 526, note M. JEANTIN.

<sup>2718</sup> Ancien art. 3 du règlement n° 89-03 de la COB.

<sup>2719</sup> V. égal. *supra* n° 308.

<sup>2720</sup> V. sur ce point Paris 15 mars 2000, *préc.* et les notes précitées.

<sup>2721</sup> V. R. MORTIER, *ouvr. préc.*, n° 747 et s.

<sup>2722</sup> Art. L. 233-32 et s. C. com. V. D. MARTIN et N. MOLFESSIS, « Les mesures de défense anti-OPA », in *Les offres publiques d'acquisition*, sous la direction de G. CANIVET, D. MARTIN et N. MOLFESSIS, Litec, 2009, p. 573 ; E. WYMEERSCH, « Les défenses anti-OPA après la treizième directive – commentaire sur l'article 8 de la future directive », in *Mélanges Stoufflet*, LGDJ-PU Clermont-Ferrand, 2001, p. 397. V. égal. A.-V. LE FUR, « Les bons d'offre : une mesure de défense conforme au gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly bourse* 2007, p. 713 ; D. OHL, « Les bons d'offre : la fin des OPA hostiles ? », *Bull. Joly bourse* 2006, p. 527. Au demeurant, l'autocontrôle constitue, en lui-même, un moyen de défense anti-OPA. V. notamment, A. COURET, « Le rachat par la société de ses propres actions », *art. préc.*, spéc. note 15 : « Le rachat par une société de ses propres actions est une défense classique anti-OPA. D'une part, le rachat diminue le « flottant » et réduit l'emprise possible d'un prédateur extérieur ; d'autre part, la rarefaction des titres accroît nécessairement leur valeur, ce qui rend toute acquisition plus coûteuse ».

**541. – Conclusion.** L'application du principe proposé aux situations d'autocontrôle permet de résoudre certaines des difficultés qui avaient été décelées. Celui-ci n'y suffit toutefois pas et les principes posés par les textes en matière d'autocontrôle demanderaient à être perfectionnés. Il faut néanmoins garder en mémoire que cette pratique soulève des difficultés qui ne sont pas uniquement d'ordre politique mais également d'ordre financier. Les propositions effectuées se limitent au premier aspect.

## **II- Améliorer la réglementation des franchissements de seuils et des offres publiques obligatoires**

**542. – Présentation.** Les imperfections du dispositif de déclaration de franchissements de seuils ont longtemps favorisé les pratiques de dissociation du droit de vote et de l'aléa social, et d'accès occulte au droit de vote. Il était en effet possible d'acquérir un intérêt positif dans une société et de se garantir une acquisition aisée d'actions, sans être soumis aux obligations de déclaration. Dans une telle situation, un tiers détient un intérêt inverse et il est fort probable qu'il se couvre en acquérant les actions sous-jacentes. Il dispose alors d'un droit de vote sans qu'il n'ait d'intérêt à l'exercer. Le risque est double : il pourrait l'exercer lui-même, sans que cela ne soit légitime ; il pourrait l'exercer pour le compte de son cocontractant, permettant l'accès indirect d'un tiers à l'assemblée. Mentionnons toutefois que cette difficulté disparaîtrait si l'attribution du droit de vote était fondée sur l'aléa social, indépendamment de la propriété.

Les cessions temporaires d'actions sont, depuis plusieurs années déjà, comprises dans le champ d'application des articles L. 233-7 et suivants, ce qui interdit toute pratique de ce genre. Le traitement des instruments dérivés dont le sous-jacent est une action a en revanche été longtemps insatisfaisant, puisque le dispositif légal ne prenait notamment en compte ni les instruments dérivés se dénouant monétairement, ni ceux se dénouant monétairement ou physiquement au choix de l'autre partie. La loi du 22 mars 2012 qui a adopté un nouvel article L. 233-9 I 4<sup>ème</sup> bis soumettant à déclaration les souscripteurs d'instruments dérivés dénouables monétairement, a comblé cette lacune<sup>2723</sup>. Le dispositif actuel est ainsi relativement satisfaisant eu égard à la question qui nous intéresse. Des améliorations pourraient encore y être apportées.

Au-delà de ces améliorations propres au régime des déclarations de franchissements de seuils, il serait souhaitable que les calculs de seuils dans cette matière et en matière d'offre publique soient uniformisés. La prise en compte des instruments dénouables monétairement n'a

---

<sup>2723</sup> V. *supra* n° 333 et s.

en effet pas été étendue en ce domaine, de sorte que la souscription de dérivés pourrait encore permettre d'échapper à ces dispositions.

**543. – Champ d'application du dispositif légal des franchissements de seuils.** La pratique des cessions temporaires est aujourd'hui clairement prise en compte par l'article L. 233-9 I 4° et 6°<sup>2724</sup>. L'article L. 233-9 n'englobe pas, en revanche, tous les instruments dérivés conférant une exposition économique positive.

Ainsi, ne sont pas soumises à déclaration les actions déjà émises qu'une personne est en droit d'acquérir en vertu d'un instrument financier ou un accord, si l'acquisition ne se réalise pas « *à sa seule initiative* ». Cela a pour effet essentiel d'exclure « l'achat » d'options d'« achat » conditionnelles tant que la condition ne s'est pas définitivement réalisée, ou la « vente » d'options de « vente »<sup>2725</sup> (une promesse d'achat dont l'intéressé est le promettant, lorsqu'elle est dénouable physiquement). Celles-ci ne sont soumises aujourd'hui qu'à une déclaration séparée. Cette exclusion continue ainsi d'offrir des possibilités de contourner le dispositif ou du moins de retarder la déclaration. Ces possibilités sont évidemment plus restreintes qu'elles ne l'étaient avant l'assimilation des dérivés dénouables monétairement, mais elles demeurent pour partie. On peut donc souhaiter que le terme « *à sa seule initiative* » soit supprimé de l'article L. 233-9 I 4°. Notons que c'est là ce qu'avait préconisé le groupe de travail présidé par Monsieur Field<sup>2726</sup>.

De même, si la loi du 22 mars 2012 a inclus dans le champ des dispositions les instruments dénouables monétairement, elle n'a pas clairement réglé le sort des instruments dénouables monétairement ou physiquement au choix de l'autre partie<sup>2727</sup>. À interpréter les textes littéralement, ces instruments ne rentreraient ni dans le 4° *bis* puisque les dérivés ne sont pas réglés en espèces, ni dans le 4° puisque l'intéressé ne peut acquérir les actions « *à sa seule initiative* ». Pourtant, les mêmes raisons qui pressaient de prendre en compte les instruments dénouables en numéraire incitent à y assimiler ceux dénouables monétairement ou physiquement. Il serait donc bon que le texte soit clarifié sur ce point. Pour y parvenir, le 4° *bis* pourrait être précisé ou la mention « *à sa seule initiative* » pourrait être supprimée du 4°.

---

<sup>2724</sup> V. *supra* n° 337.

<sup>2725</sup> V. *supra* n° 332.

<sup>2726</sup> V. en ce sens AMF, Groupe de travail présidé par B. Field, *rapp. préc.*, recommandation n° 2, p. 11 et annexe XVI, p. 110.

<sup>2727</sup> V. *supra* n° 335.

Le champ des instruments soumis à information séparée gagnerait également à être élargi. En effet, avant l'adoption de la loi du 22 mars 2012, une première disposition prévoyait la déclaration, au titre de l'information séparée, des instruments dénouables physiquement qui ne rentraient pas dans le champ de l'article L. 233-9 I 4° ; une seconde prévoyait une déclaration similaire des instruments dénouables monétairement, qui n'étaient pas encore assimilés à la détention d'actions ou de droits de vote. La loi du 22 mars 2012, ayant soumis, ces derniers instruments au système de l'assimilation, cette seconde disposition a été abrogée<sup>2728</sup>. Pourtant, tous les instruments dénouables monétairement qui confèrent à leur titulaire une position longue, ne font pas aujourd'hui l'objet d'une assimilation. Il serait donc bon que ceux-ci, notamment lorsqu'il s'agit d'instruments conférant à l'intéressé la possibilité d'acquérir des actions à terme mais non à sa seule initiative, fasse l'objet d'une information séparée, peu importe qu'ils soient dénouables monétairement. Il n'existe pas, en effet, de raison valable à traiter distinctement ces deux types d'instruments financiers, alors que la porosité de ces catégories a été constatée et a été à l'origine de la réforme du 22 mars 2012. Et l'information est d'évidence intéressante pour le marché puisqu'elle donne une vision plus exacte des intérêts du titulaire au sein de la société.

Enfin, il est permis de regretter qu'en ce qui concerne l'assimilation des instruments dénouables en numéraire, la méthode du *delta* ait été retenue<sup>2729</sup>, au détriment d'une comptabilisation en nominal<sup>2730</sup>. D'abord, elle conduit à retarder la déclaration de franchissement de seuils pour un certain nombre d'instruments financiers conférant une position longue. Certains ont un *delta* égal à 1, c'est-à-dire que l'emploi de la méthode du *delta* ou un calcul en nominal conduit à un même résultat. Mais d'autres instruments, notamment les options, n'ont un *delta* égal à 1, seulement à l'échéance et lorsque l'option peut être exercée. Jusqu'à l'échéance, le résultat du calcul est donc minoré. Ensuite, elle introduit une incohérence dans le dispositif. En effet, les instruments dénouables physiquement continuent à être assimilés sur une base nominale. Seuls ceux dénouables monétairement ont vocation à se voir appliquer la méthode du *delta*. Une telle distinction entre les deux catégories d'instruments est surprenante. La prise en compte des instruments dénouables en numéraire résulte en effet de la constatation, ainsi qu'il l'a déjà été mentionné, que la frontière entre dérivés à dénouement physique et dérivés à dénouement monétaire est poreuse. Il n'est pas rare que des dérivés dénouables physiquement ne

---

<sup>2728</sup> L'article 223-14 RG AMF a été modifié en conséquence. Le § III 3°, qui visait les instruments dénouables monétairement, a été supprimé lors de la modification du Règlement général, suite à la réforme opérée par la loi de simplification du droit de 2012. Ne subsiste aujourd'hui que le § III 2° relatif aux instruments dénouables physiquement.

<sup>2729</sup> V. *supra* n° 335.

<sup>2730</sup> C'est-à-dire une comptabilisation de l'intégralité des actions et droits de vote sur lesquels portent les instruments dénouables (ou encore ceux qui auraient pu être acquis à terme si les instruments avaient été dénouables physiquement).

donnent pas lieu en réalité à dénouement physique pour leur titulaire<sup>2731</sup>. Inversement, l'acquisition de dérivés dénouables monétairement peut être l'indice d'un intérêt pour une acquisition ferme, ainsi que l'on montré notamment les affaires *Wendel* et *LVMH*. Il existait ainsi une volonté de ne plus différencier ces deux types d'instruments en ce qui concerne les franchissements de seuils : telle était l'idée qui sous-tendait la modification opérée par la loi du 22 mars 2012. Une fois constaté que ces instruments avaient un effet similaire au stade du champ d'application du dispositif, il nous paraît y avoir peu de sens à réintroduire une différenciation au stade du calcul du nombre d'actions (ou de droits de vote) à assimiler. En dernier lieu, le *delta* d'un instrument financier (autres que les contrats à terme ferme et les swaps, dont le *delta* est égal à 1) varie en permanence. Il en résulte que des déclarations à la hausse et à la baisse pourraient devoir être faites en fonction des variations du *delta*, alors même que les intérêts de l'intéressé n'auraient aucunement changé. L'information qui en résulte risque d'être peu lisible et la charge de l'obligation pourrait être lourde pour les opérateurs.

Toutefois, deux arguments, essentiellement, ont été avancés pour justifier que ce mode de calcul ait été retenu. D'une part, les dernières négociations portant sur la modification de la directive *Transparence* ont conduit au choix de la méthode du *delta*. Il est vrai que, la directive devant être sur ce point d'harmonisation maximale, il était de bonne politique réglementaire de s'aligner par avance sur le dispositif européen. On peut toutefois continuer de regretter que ce choix ait été fait au niveau de l'Union européenne. Ce n'était d'ailleurs pas le choix initial des autorités européennes – il n'est que la résultante de tractations ultérieures à la publication de la proposition de directive – et il est qualifié de « *compromis* » par ces mêmes autorités<sup>2732</sup>. D'autre part, il a été avancé que la méthode du *delta* était plus adéquate en ce qu'elle permettait de comptabiliser seulement les actions détenues en couverture par la contrepartie, c'est-à-dire seulement les actions que l'investisseur pourrait acquérir auprès de celle-ci au moment de la déclaration éventuelle<sup>2733</sup>. Or il ne semble pas que ce soit là l'esprit du dispositif des franchissements de seuils, du moins du dispositif français. Celui-ci vise en effet à cerner non pas

---

<sup>2731</sup> V. supra n° 325.

<sup>2732</sup> Conseil de l'Union européenne, *Compromis de la présidence relatif à la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission*, 2011/0307(COD), 25 mai 2012, <http://www.consilium.europa.eu/>. V. égal. AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, 13 sept. 2012, p. 3, disponible sur le site <http://www.amf-france.org/>.

<sup>2733</sup> AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, préc. V. égal E. BOUVIER et B. BREHIER, « Franchissements de seuils : calcul des instruments dérivés à dénouement monétaire », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 328.



l'influence qu'un investisseur pourrait immédiatement exercer, mais plus globalement les intérêts politiques et économiques qu'il détient au sein de la société. Or « l'intérêt » que le titulaire de dérivés a eu la volonté de construire au sein de la société ne correspond pas un chiffre financier intermédiaire, variant à chaque instant. Son intérêt correspond au contraire au nombre d'actions (ou de droits de vote) qu'il s'est ménagé la possibilité d'acquérir aisément à terme. Le dispositif français tend en outre à anticiper les prises de participations : ce n'est pas tant la propriété que la vocation à la propriété qui est visée par les article L. 233-7 et suivants du Code de commerce<sup>2734</sup>. Dans ce contexte, il paraît plus adéquat de prendre en compte le nombre d'actions (et de droits de vote) que l'investisseur s'est réservé la possibilité d'acquérir aisément à terme, plutôt que les actions qu'il pourrait acquérir immédiatement – alors qu'il n'en a vraisemblablement pas la volonté. Relevons, du reste, que ce second argument ne permet pas d'expliquer un traitement différencié des instruments dénouables monétairement et de ceux dénouables physiquement.

**544. – Exemptions.** Une autre amélioration pourrait être apportée au régime de l'exemption. Aujourd'hui, en effet, les prestataires de services d'investissement sont exemptés de l'obligation de déclaration lorsqu'ils n'utilisent pas les actions afin d'intervenir dans la gestion de l'émetteur et lorsque celles-ci ne représentent pas plus de 5 % du capital. Le calcul du numérateur n'inclut cependant pas les actions visées aux 4° et 4° *bis* de l'article L. 233-9 I. Or d'une part, cela permet aux prestataires de construire des positions considérables sans être obligés à déclaration. D'autre part, cela ne semble pas conforme aux exigences de la directive *Transparence*<sup>2735</sup>. Il serait donc bienvenu d'établir un double plafond, l'un pour les actions aujourd'hui visées par les textes, l'autre pour les actions relevant des 4° et 4° *bis* de l'article L. 233-9 I.

**545. – Intérêts négatifs.** Il existe aujourd'hui une obligation d'information séparée sur les intérêts négatifs résultant d'un transfert temporaire d'actions, édictée non par la loi mais par le Règlement général de l'AMF<sup>2736</sup>. Mais lorsque ces positions ont été construites par recours à d'autres techniques, essentiellement grâce à des instruments dérivés, le marché n'en est pas informé<sup>2737</sup>. On peut regretter l'absence d'obligation générale de déclaration des intérêts négatifs, à l'occasion du franchissement d'un seuil. Le dispositif français de déclaration des franchissements de seuils exigeant un décompte à la fois en capital et en droits de vote, n'a-t-il pas pour utilité d'éclairer le public sur les intérêts qu'un actionnaire détient au sein de la société ? Le droit européen n'exige qu'un calcul en droits de vote, c'est-à-dire en terme de pouvoir. Le

---

<sup>2734</sup> V. *supra* notamment n° 330 et 337.

<sup>2735</sup> V. *supra* n° 341.

<sup>2736</sup> Art. 223-14 II 8° RG AMF.

<sup>2737</sup> V. *supra* n° 336.

droit français va plus loin en exigeant également une information en termes d'intérêts économiques. L'appréciation du comportement d'un investisseur suppose en effet de connaître ses intérêts économiques réels<sup>2738</sup>. Le dispositif français est pleinement cohérent et il serait dans sa logique d'imposer une information sur l'intégralité des positions, non seulement à la hausse, mais également à la baisse d'un déclarant.

**546. – Sanctions.** Une dernière difficulté tient à l'application des sanctions dans les cas d'assimilation. Les textes ont en effet été rédigés avant que le régime d'assimilation ne soit développé et n'ont pas été adaptés. La sanction pénale, d'une part, semble devoir être écartée, en ce que n'est visée que le cas où celui qui a manqué à ses obligations dispose « *d'une participation* » dans la société<sup>2739</sup>. Il conviendrait d'élargir son champ d'application aux cas d'assimilation. D'autre part, le jeu de la privation automatique du droit de vote est contesté. En premier lieu, l'article L. 223-14 qui prévoit cette sanction ne renvoie qu'à l'article L. 233-7 et non à l'article L. 233-9. Il semble que cela ne soit pas un obstacle à la mise en œuvre de la sanction. Une clarification serait toutefois bienvenue<sup>2740</sup>. En second lieu, il n'est pas certain que la privation des droits de vote « *attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée* » puisse être appliquée aux droits de vote qui viendraient à être acquis, du fait du principe d'interprétation stricte des textes répressifs<sup>2741</sup>. Là encore, il serait satisfaisant de préciser le champ exact d'application de la sanction. On pourrait ajouter à l'alinéa tel qu'il est rédigé, qu'en cas de manquement aux obligations de déclaration prévues à l'article L. 233-9, l'intéressé est privé des droits de vote dont il viendrait à être titulaire, pour la proportion excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée et pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

**547. – Offres publiques obligatoires.** L'utilisation d'instruments dérivés peut permettre à un opérateur d'échapper à ses obligations, dès lors que celles-ci naissent du dépassement d'un seuil en capital ou en droits de vote. La réglementation des déclarations de franchissements de seuils n'est donc pas seule en cause. D'autres dispositions du droit des sociétés, du droit des marchés financiers ou d'autres domaines du droit pourraient donner lieu à des contournements similaires. Le même raisonnement que celui développé en matière de franchissements de seuils trouverait alors à s'y développer. Tel est le cas en ce qui concerne les offres publiques obligatoires.

---

<sup>2738</sup> V. *supra* n° 259, 329, 336.

<sup>2739</sup> V. *supra* n° 344.

<sup>2740</sup> *Ibid.*

<sup>2741</sup> *Ibid.*

Nous l'avons vu, les modalités de calcul du numérateur en matière de franchissement de seuils et d'offre publique obligatoire ne sont que partiellement alignées, les instruments dénouables monétairement étant laissés de côté dans la seconde hypothèse<sup>2742</sup>. La souscription de dérivés pourrait donc répondre à une stratégie d'évitement. Or elle a pour effet une diminution mécanique du nombre d'actions disponibles sur le marché, puisque la probabilité que le cocontractant se couvre est forte. De plus, il serait fort surprenant qu'un opérateur détenant une exposition économique de plus de 30 % du capital ou des droits de vote dans une société se désintéresse de son contrôle. Dans ces circonstances, la comptabilisation des dérivés conférant une exposition économique à la hausse ne paraît pas illégitime<sup>2743</sup>. Elle satisferait aux deux finalités que l'on décèle habituellement dans la réglementation des offres publiques obligatoires<sup>2744</sup>.

**548. – Conclusion.** Si le défaut le plus fâcheux affectant le dispositif de déclaration de franchissements de seuils a été corrigé par la loi du 22 mars 2012 étendant le régime d'assimilation aux dérivés dénouables monétairement, quelques adaptations et clarifications du régime actuel, quant au champ d'application, à la sanction et aux exemptions seraient bienvenues. Il serait encore satisfaisant d'instaurer un régime plus général de déclaration des intérêts négatifs, à l'occasion du franchissement d'un seuil. Ces quelques modifications permettraient d'éviter que des instruments dérivés soient utilisés aux fins de contournement des obligations de franchissement de seuils, et éliminerait l'une des motivations fondant l'accès occulte au droit de vote. Dans le même esprit, le dispositif gagnerait enfin à l'alignement des modalités de calcul du numérateur en matière de franchissement de seuils et d'offre publique obligatoire.

## Section 2 – Encadrer l'activité des agences de conseil en vote

**549. –** Les agences de conseil en vote sont des acteurs spécialisés dans l'analyse des résolutions présentées en assemblée générale et émettant des recommandations de vote à l'intention de leurs clients, essentiellement des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion. Ceux-ci ont en

---

<sup>2742</sup> V. *supra* n° 346 et s.

<sup>2743</sup> La proposition de loi déposée par le sénateur Ph. Marini allait en ce sens. PH. MARINI, *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, n° 695, enregistrée à la Présidence du Sénat le 29 juin 2011, *préc.* V. égal. en faveur d'une telle solution, A. GAUDEMET, « Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives », *art. préc.*

<sup>2744</sup> Pour des développements plus fournis, V. *supra* n° 347.

effet été fortement incités à exercer leurs droits de vote depuis la fin des années 1980<sup>2745</sup>, en France et à l'étranger, et ont souvent externalisé une partie au moins de cette activité contraignante, ce qui a fortement contribué à l'éclosion de ce marché<sup>2746</sup>.

Les conseils en vote devraient favoriser le vote éclairé de leurs clients. Cependant, leurs avis sont souvent suivis sans véritable analyse par les votants. Il leur est également souvent demandé de remplir eux-mêmes les formulaires de vote de leurs clients, voire de voter à leur place<sup>2747</sup>. Ces acteurs ont donc accès, de manière directe ou indirecte, au droit de vote. Pourtant, la qualité de leurs services n'est pas garantie, d'autant que l'encadrement de cette activité est extrêmement limité.

Cette situation soulève des difficultés (I) et son encadrement demanderait à être perfectionné (II).

## **I- Les difficultés soulevées par le conseil en vote**

**550. – Présentation.** Le problème principal soulevé par les conseils en vote tient à ce qu'ils exercent une influence déterminante sur les sociétés alors qu'il n'ont aucun intérêt en leur sein. Cette difficulté est accrue par plusieurs facteurs : la qualité des recommandations n'est pas assurée, la méthodologie utilisée ne permet pas de tenir la recommandation pour suffisante à conditionner le sens d'un vote et ces acteurs sont susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts dans l'exercice de leur tâche.

**551. – Pouvoir et aléa social.** Les agences de conseil en vote exercent une influence déterminante au sein des sociétés dont elles analysent les recommandations. Elles conseillent en effet des investisseurs institutionnels, acteurs qui détiennent une part non négligeable du capital des sociétés cotées, et leurs recommandations sont majoritairement suivies par ceux-ci. L'analyse

---

<sup>2745</sup> V. *supra* n° 267.

<sup>2746</sup> A. VERDAM, « An Exploration Of The Role Of Proxy Advisors In Proxy Voting », fév. 2006, disponible sur <http://ssrn.com/abstract=978835> ; T. C. BELIFANTI, « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry : The Case for Increased Oversight and Control », spring 2009, disponible sur <http://ssrn.com/abstract=1557744> ; P. ROSE, « On The Role And Regulation Of Proxy Advisors », 109 *Mich. L. Rev. First Impressions* 62, janv. 2011 ; United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings – Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, juin 2007, spéc. p. 6 et 7., disponible sur [www.gao.gov/](http://www.gao.gov/) ; M. THOUCH, « Les sociétés spécialisées dans l'exercice des droits de vote (*proxy voting providers*) », *art. préc.*

<sup>2747</sup> C'est une pratique courante à l'étranger, sans doute moins en France où l'incrimination posée à l'article L. 242-9 fait peser un doute sur la validité de la pratique. V. *supra* n° 300.

de l'activité de certaines d'entre elles a montré qu'il existait deux types d'investisseurs<sup>2748</sup>. Certains suivent les recommandations données, sans analyse complémentaire. Beaucoup, en effet, ne consacrent pas de ressources spécifiques à l'exercice du vote et se fient donc exclusivement à l'agence qu'ils rémunèrent pour cela : cette pratique a été dénommée *box-ticking*. Il peut d'ailleurs être demandé aux agences de remplir directement le formulaire de vote. Parfois, l'agence devra se référer à la politique de vote élaborée par son client. Tous les points abordés en assemblée n'y sont toutefois pas nécessairement traités : pour ces questions, l'agence aura donc toute liberté<sup>2749</sup>. D'autres investisseurs se fondent sur les analyses et recommandations d'une agence afin de former leur opinion. Il n'est pas exclu qu'ils adoptent une position différente de l'agence. On ne peut néanmoins nier que le conseil exerce une influence non négligeable sur son client. En outre, ce dernier peut avoir élaboré une politique de vote avec l'aide de cette même agence, ce qui rend plus probables les convergences que les divergences. Encore, lorsque le votant est soumis à une obligation de justifier son vote, par exemple en tant que société de gestion<sup>2750</sup>, il sera plus aisé pour lui d'adopter les recommandations plutôt que de les rejeter et de devoir justifier cette démarche<sup>2751</sup>.

L'influence des agences de conseil en vote est cependant plus large. Il peut ainsi advenir que le sens de leurs recommandations soit ébruité dans la presse ou du moins au sein d'un cercle d'initiés, de telle sorte que d'autres actionnaires minoritaires sont influencés<sup>2752</sup>. Relevons également que cette influence potentielle lors de l'assemblée leur donne un pouvoir de négociation non négligeable pré-assemblée. Il n'est ainsi pas rare que s'instaure un dialogue avec les dirigeants et que ceux-ci soient conduits à faire évoluer les projets de résolution<sup>2753</sup>. Enfin, cette influence est d'autant plus significative que le marché du conseil en vote est oligopolistique. Sur le marché mondial, la société ISS (*Institutional Shareholder Services*) est dominante. Aux États-Unis, cinq sociétés essentiellement se partagent le marché : ISS et Glass, Lewis & Co, MCG, PGI et Egan-Jones<sup>2754</sup>. En France, les acteurs les plus importants sont ISS et Proxinvest<sup>2755</sup>. Cette

---

<sup>2748</sup> United States Government Accountability Office, *rapp. préc.*, spéc. p. 16 et s.

<sup>2749</sup> A. VERDAM, *art. préc.* ; AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, *rapp. préc.*, p. 32 et 33.

<sup>2750</sup> V. *supra* n° 267.

<sup>2751</sup> V. égal. sur ces questions : J. WINTER, « Shareholder Engagement and Stewardship – The realities and illusions of institutional share ownership », *RTDF* 2012, n° 1, p. 4.

<sup>2752</sup> V. notamment, A. VERDAM, *art. préc.* ; United States Government Accountability Office, *rapp. préc.*, spéc. p. 11.

<sup>2753</sup> S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality ? », *Emory Law Journal* vol. 59, 2010, p. 869 ; A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) ? », *art. préc.* ; S. TORCK, « AMF : un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *art. préc.* ; *JCP éd. E* 2009, n° 46, p. 2065.

<sup>2754</sup> United States Government Accountability Office, *rapp. préc.*, spéc. p. 8. V. égal. T. C. BELIFANTI, « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control », *art. préc.*

concentration augmente évidemment leur capacité d'influence et particulièrement leur pouvoir de négociation auprès des émetteurs.

Les agences de conseil en vote ont donc un pouvoir significatif au sein des sociétés auxquelles elles s'intéressent, et entendent ouvertement influencer sur leur fonctionnement<sup>2756</sup>, spécifiquement sur les questions de gouvernance. Pourtant, elles n'ont aucun intérêt au sein des sociétés dont elles s'occupent. Elles n'y réalisent aucun investissement et ne subissent évidemment pas l'aléa social. C'est pourquoi le rôle grandissant des agences de conseil en vote est aujourd'hui dénoncé par beaucoup comme un nouveau cas de vote vide<sup>2757</sup>. Ce problème est aggravé par le manque de fiabilité de certaines recommandations.

**552. – Exactitude des recommandations.** Une autre difficulté tient aux erreurs que peuvent recéler les recommandations<sup>2758</sup>. Deux facteurs d'inexactitude peuvent être évoqués. D'une part, les agences de conseil en vote ne disposent pour élaborer leurs recommandations que de données publiques, notamment celles publiées par l'émetteur sur son site Internet ou celles communiquées aux autorités de régulation en vertu de la législation en vigueur. Ces informations sont donc fragmentaires et parfois périmées<sup>2759</sup>. En outre, elles ne sont pas automatiquement vérifiées auprès des dirigeants et, si elles le sont, ces derniers ne prendront pas toujours la peine de répondre aux sollicitations. D'autre part, les agences de conseil ont le plus souvent une activité internationale. Or les contraintes réglementaires nationales peuvent expliquer l'adoption de résolutions qui n'auraient pas lieu d'être sous leur forme dans d'autres pays, alors que les agences ne disposent pas toujours d'un personnel formé pour chaque pays dans lequel elles sont amenées

---

<sup>2755</sup> V. notamment A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) ? », *art. préc.*

<sup>2756</sup> La volonté de ne pas se cantonner à un rôle passif mais d'influer sur la gestion des émetteurs a parfois été revendiquée. Ainsi ISS se présentait autrefois sur son site Internet ([www.issgovernance.com](http://www.issgovernance.com)) comme un leader d'opinion dans le domaine du gouvernement d'entreprise (« *a corporate governance thought leader* »). Cette expression a toutefois été abandonnée. L'agence affiche aujourd'hui une image plus sobre, insistant notamment sur son rôle de conseil aux clients et sur les procédures mises en place afin d'appréhender les conflits d'intérêts potentiels. L'activité des agences de conseil a, en effet, fait l'objet de nombreuses critiques et la SEC a lancé, aux États-Unis, une étude afin de réglementer leur activité (Securities and Exchange Commission, *Concept Release on the U.S. Proxy system ; Proposed Rule*, n° 34-62495, 22 juill. 2010).

<sup>2757</sup> S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality ? », *art. préc.* ; A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) ? », *art. préc.* ; S. TORCK, « AMF : un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *art. préc.* ; *JCP éd. E* 2009, n° 46, p. 2065 ; A. VERDAM, *art. préc.* ; J. WINTER, « Shareholder Engagement and Stewardship – The realities and illusions of institutional shareownership », *art. préc.*

<sup>2758</sup> Pour quelques exemples d'inexactitudes, V. notamment A. VERDAM, *art. préc.*

<sup>2759</sup> V. notamment A. VERDAM, *art. préc.* ; Securities and Exchange Commission, *Concept Release on the U.S. Proxy system ; Proposed Rule*, n° 34-62495, 22 juill. 2010, spéc. p. 43012.

à intervenir. Il leur est ainsi souvent fait reproche d'un défaut de compétence, à l'origine de certaines erreurs<sup>2760</sup>.

**553. – Méthodologie utilisée.** Au-delà de la fiabilité des recommandations, se pose la question de leur qualité et de l'usage qui doit en être fait. Les agences de conseil en vote analysent les projets de résolution en termes de gouvernement d'entreprise : elles ne s'intéressent pas aux stratégies économiques défendues par les dirigeants mais se contentent d'une analyse formelle fondée sur les principes du bon gouvernement d'entreprise (rejet des défenses anti-OPA, opposition aux augmentations de rémunération des dirigeants...). Or la recherche d'un gouvernement d'entreprise sain ne saurait constituer une fin pour les actionnaires. Elle ne devrait donc être qu'un facteur de décision sur le sens du vote mais ne peut le fonder exclusivement. Or l'utilisation qui est faite des recommandations des conseils en vote est rarement celle-là : les investisseurs ne tendent à apprécier la situation des émetteurs qu'en termes de gouvernement d'entreprise. Cela est particulièrement problématique en France où les assemblées ont un rôle très étendu. L'examen de l'exemple américain est instructif sur ce point. Traditionnellement, en effet, les assemblées avaient un rôle réduit : elles connaissaient essentiellement de l'approbation des comptes et de la nomination des dirigeants. Or au fur et à mesure que les attributions des assemblées américaines se sont enrichies<sup>2761</sup>, les critiques à l'encontre des agences de conseil en vote se sont faites plus nombreuses. Certains types de décisions nécessitent une appréciation matérielle et économique de la situation de l'entreprise et ne sauraient être fondées sur une simple analyse en termes de gouvernement d'entreprise.

Cette difficulté est accrue – mais les deux questions sont liées – par le fait que les agences de conseil en vote adoptent une méthodologie uniforme sans prise en compte des spécificités des émetteurs<sup>2762</sup>. C'est une grille d'analyse abstraite qu'elles appliquent aux assemblées de différents émetteurs<sup>2763</sup>. Même si la grille est riche<sup>2764</sup>, elle demeure constituée de critères abstraits et formels qui seront appliqués à tous. Il peut d'ailleurs difficilement en être autrement puisque les assemblées sont regroupées sur une courte période et que les agences doivent en quelques mois prendre position sur des milliers de résolutions. Une approche véritablement individualisée de

---

<sup>2760</sup> V. notamment A. VERDAM, *art. préc.* ; A. OMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) ? », *art. préc.*

<sup>2761</sup> V. *supra* n° 280 et 286. V. égal. S. M. BAINBRIDGE, *ouvr. préc.*, spéc. p. 232.

<sup>2762</sup> Cette approche est souvent qualifiée de « *one-size-fits-all* ».

<sup>2763</sup> V. notamment AMF, Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, rapp. préc., p. 32 et 33 ; A. VERDAM, *art. préc.* ; OCDE, *Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages*, juin 2009, spéc. p. 24, disponible sur [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

<sup>2764</sup> Proxinvest affirme par exemple utiliser une grille de 150 critères pouvant être combinés. V. <http://www.proxinvest.com>.

chaque émetteur paraît une tâche impossible. Le problème qui se pose aux investisseurs institutionnels devant voter dans plusieurs assemblées sur un court laps de temps se pose dans les mêmes termes, mais avec plus d'acuité, aux conseils en vote.

**554. – Conflits d'intérêts.** Outre ces difficultés d'élaboration de recommandations fiables, la question des conflits d'intérêts susceptibles d'être rencontrés par les conseils doit être abordée. Le conseil en vote est en effet rarement le seul service proposé par ces agences. Il est fréquent, notamment, que les agences aient une activité orientée vers les émetteurs : elles peuvent les conseiller sur les questions de gouvernement d'entreprise, les aider à organiser matériellement les assemblées, diffuser le matériel de vote souvent dans un contexte d'actionnariat international, s'occuper de sollicitations de mandats... C'est le cas notamment d'ISS qui offre une gamme de services très étendue et qui appartient en outre à un groupe proposant des activités financières. D'autres agences ont une activité orientée vers les investisseurs ; pour autant il n'est pas rare qu'elles développent une activité de recherche qui intéresse les actionnaires comme les émetteurs. Cette organisation peut provoquer divers types de conflits, auxquels s'ajoutent ceux qui pourraient résulter des intérêts divergents de deux clients de la même agence.

Lorsque l'agence conseille un émetteur, elle sera tentée d'émettre une recommandation positive sur les résolutions présentées en assemblée qu'elle serait amenée à analyser, pour conserver son client. Il existe de tels exemples de conflits au sein des banques d'investissement multi-activités<sup>2765</sup> : rien ne permet de penser que les agences de conseil en vote, placées dans la même situation, seraient épargnées. Mais la situation inverse peut également se présenter. Les émetteurs connaissant l'influence de certaines agences peuvent recourir à leurs services en espérant des recommandations plus favorables à l'avenir<sup>2766</sup>. Cette situation n'est pas saine. Plus largement, tout client qui a un poids important dans le chiffre d'affaires d'une agence sera à même d'influencer, directement ou indirectement, ses recommandations. Par exemple, lorsqu'un acteur recourt régulièrement aux travaux de recherche d'une agence, son poids dans le chiffre d'affaires laisse penser que le sens des recommandations peut en être affecté, même indirectement. De même, lorsqu'elle organise une campagne de sollicitation pour un client, l'agence aura tendance à soutenir les propositions défendues par celui-ci dans ses recommandations – mais la situation semble pour l'instant improbable en France<sup>2767</sup>. Similairement, quand l'agence exerce une activité de conseil en investissement, elle pourra être tentée de ne pas donner des recommandations contraires à l'intérêt de son client ou encore

---

<sup>2765</sup> V. par ex. *supra* n° 267.

<sup>2766</sup> Pour un exemple, V. A. VERDAM, *art. préc.*

<sup>2767</sup> V. *supra* n° 299 et s.



d'informer celui-ci quant aux recommandations à émettre. Un conflit d'intérêts pourrait également résulter de la situation des dirigeants ou des actionnaires de l'agence. Certains d'entre eux détiennent en effet d'autres positions au sein de sociétés cotées dont l'agence peut être amenée à analyser les propositions de résolutions<sup>2768</sup>.

Là encore, ces conflits d'intérêts potentiels s'avèrent d'autant plus problématiques que les attributions des assemblées générales des sociétés françaises sont étendues<sup>2769</sup> et que l'influence des agences est grande. Leur neutralité est pourtant un présupposé pour leurs clients : seul l'intérêt de ces derniers devrait fonder leurs recommandations.

## II- L'encadrement du conseil en vote

**555.** – L'activité de conseil en vote recèle diverses difficultés, et son développement a favorisé une prise de conscience de l'existence d'un besoin de réglementation<sup>2770</sup>. L'encadrement des agences de conseil en vote est aujourd'hui quasi-inexistant en France (A) – ce qui est également le cas dans le reste du monde – et demanderait à être perfectionné (B).

### A- L'encadrement actuel

**556. – Présentation.** L'activité des agences de conseil en vote ne fait pas l'objet de dispositions spéciales. Il n'existe pas de statut spécial contraignant de « conseil en vote », comme il existe un statut de prestataire de services d'investissement par exemple. Cette activité est en revanche soumise au droit commun, en particulier aux dispositions intéressant le bon fonctionnement des marchés et au droit commun de la responsabilité. L'Autorité des marchés financiers a néanmoins récemment adopté une recommandation à son sujet qu'il conviendra d'analyser.

**557. – Absence de statut spécial contraignant.** Les agences de conseil en vote ne sont soumises à aucun statut spécial, du moins si l'on excepte la recommandation de l'AMF sans valeur contraignante. Il faut notamment préciser que le statut des prestataires de services d'investissement<sup>2771</sup> ne leur est pas applicable.

---

<sup>2768</sup> A. VERDAM, *art. préc.*

<sup>2769</sup> V. *supra* n° 553.

<sup>2770</sup> Art. L. 532-1 et s. C. mon. fin.

<sup>2771</sup> Sur la réglementation des services d'investissement et de l'activité des prestataires, V. notamment H. CAUSSE, « Les services d'investissement », in *La modernisation des activités financières*, sous la direction de T. Bonneau, GLN

Le conseil en vote ne peut d'abord être qualifié de service d'investissement. Au sein de la liste exhaustive des services d'investissement dressée par l'article L. 321-1 du Code monétaire et financier, seul le conseil en investissement pourrait sembler inclure le conseil en vote. Interpréter ainsi ce texte serait toutefois aller bien au-delà des prévisions du législateur. L'article D. 321-1 définit le conseil en investissement comme « *le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* ». L'article 314-43 du Règlement général vient préciser ce qu'il faut entendre par transaction portant sur des instruments financiers : « *1° L'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement, la détention ou la prise ferme d'un instrument financier particulier ; 2° L'exercice ou le non-exercice du droit conféré par un instrument financier particulier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un instrument financier* ». Un conseil sur le sens du vote ne peut-il entrer dans cette catégorie ? Les exemples cités par l'article 314-43 concernent tous l'exercice de droits pécuniaires et sont tous des actes de disposition. Ils viennent d'ailleurs préciser le terme de « *transaction* » employé par l'article D. 321-1 et par la directive *Marché d'instruments financiers*<sup>2772</sup>. On conçoit sans difficulté que l'exercice du droit de vote ne puisse être qualifié de « *transaction* »<sup>2773</sup>. Cette situation s'explique aisément. Il faut se rappeler que la notion de services d'investissement a été élaborée dans un objectif de protection des investisseurs<sup>2774</sup> et de bon fonctionnement des marchés, les entreprises offrant de tels services étant soumises à une législation contraignante. Elle n'englobe ainsi que les services qui ont directement trait à la réalisation d'un investissement sur les marchés financiers, de la passation d'un ordre à la gestion des investissements réalisés en passant par la réalisation de la transaction elle-même. Son champ d'application est donc traditionnellement strictement limité<sup>2775</sup>. Le conseil en investissement en était d'ailleurs exclu à l'origine. C'est la directive *Marché d'instruments financiers* qui l'a ajouté à la liste qui avait été dressée par la directive du 10 mai 1993 *concernant les services d'investissement*<sup>2776</sup>. Or le conseil en vote ne fait pas partie de cette chaîne d'activités centrée sur l'investissement, entendu comme la réalisation

---

Joly éd., 1996, p. 13 ; A. COURET, « Les entreprises d'investissement », in *La modernisation des activités financières*, préc., p. 57.

<sup>2772</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, art. 4 4).

<sup>2773</sup> Sur la notion de transaction, V. notamment A.-C. MULLER, *ouvr. préc.*, p. 32 et s. ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 837 et s.

<sup>2774</sup> V. Considérants n° 2, 17, 31, 41, 67, Directive *Marchés d'instruments financiers*.

<sup>2775</sup> Sur l'élargissement du champ de la notion de services d'investissement en droit européen et en droit français, V. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 176 et s. V. égal. les propositions d'adaptation du contenu de la notion formulées par la Commission européenne : *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil*, COM(2011) 656 final, 20 oct. 2011, disponible sur <http://ec.europa.eu/>.

<sup>2776</sup> Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993, *concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières*. Cette directive a été abrogée par la directive *Marché d'instruments financiers*.

d'une transaction sur le marché<sup>2777</sup>. Les conseils en vote ne sont donc soumis à aucune obligation d'agrément ni aux règles d'organisation et de bonne conduite qui régissent les entreprises d'investissement.

Il faut remarquer encore que, pour les mêmes raisons, le conseil en vote n'est pas érigé en service connexe. Ceci aurait permis de contraindre les entreprises d'investissement qui effectuent du conseil en vote à soumettre cette activité au régime des services d'investissement, et notamment aux mêmes règles de conduite et d'organisation<sup>2778</sup>. Mais cette qualification doit être exclue. Là encore, il pourrait être rapproché de l'analyse financière, qui est, elle, qualifiée ainsi par l'article L. 321-2. Ce serait toutefois aller au-delà de la lettre du texte. L'analyste financier est celui qui analyse la situation économique et financière d'un émetteur d'instruments financiers et qui émet une opinion sur l'évolution prévisible de leur cours. Cette activité tend donc à la formulation d'un « conseil d'investissement », qui à la différence du « conseil en investissement » visé par l'article L. 321-1, n'est pas personnalisé. Le terme de « *transaction* » est d'ailleurs également utilisé par l'article L. 321-2, ce qui doit conduire à exclure du champ de cette notion les conseils qui ne porteraient pas directement sur un investissement ou une stratégie d'investissement.

L'activité de conseil en vote n'appartient donc pas nécessairement à une entité non contrôlée, puisqu'elle peut faire partie d'une société proposant une offre plus large et notamment des services d'investissements. Mais l'activité de conseil, en elle-même, demeure non réglementée – si ce n'est par une recommandation de l'AMF sans valeur contraignante – et non contrôlée.

**558. – Responsabilité.** Si les agences de conseil ne sont pas régies par un statut spécifique, leur responsabilité est néanmoins susceptible d'être engagée en cas d'abus de marché ou sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. Ces fondements ne pourraient toutefois être utilisés qu'en réaction aux manquements les plus graves et l'on ne saurait se satisfaire d'un tel encadrement. Nous nous intéresserons à deux interrogations qui permettront d'envisager le jeu de ces dispositions.

**559. – Responsabilité – Utilisation des recommandations.** En premier lieu, un intervenant au sein d'une agence de conseil en vote peut-il opérer des transactions qui ont pour objet les sociétés sur lesquelles il émet des recommandations ? Le délit<sup>2779</sup> d'initié et le manquement

---

<sup>2777</sup> V. toutefois *infra* n° 567.

<sup>2778</sup> Art. L. 533-10 et L. 533-11 C. mon. fin.

<sup>2779</sup> Art. L. 465-1 C. mon. fin.

d'initié<sup>2780</sup> pourraient servir de fondements à des poursuites contre les agences, ou plus probablement contre leurs dirigeants ou leurs employés, qui auraient utilisé des informations privilégiées pour réaliser des opérations sur le marché.

Lorsque l'information utilisée consiste en une information sur l'émetteur ou sur les stratégies d'investissement d'un actionnaire important, la mise en œuvre de la prohibition de ces pratiques n'a rien de spécifique aux agences de conseil en vote. Les intervenants au sein des agences devraient s'abstenir d'utiliser ou de communiquer toute information privilégiée à laquelle ils pourraient avoir accès dans l'exercice de leur activité.

Mais la recommandation, en elle-même, peut-elle constituer une information privilégiée ? Un intervenant au sein d'une agence de conseil qui effectuerait des opérations sur le marché avant la transmission d'une recommandation et sur son fondement pourrait-il être déclaré coupable d'un délit ou d'un manquement d'initié ? On peut se demander dans un premier temps si une telle situation est réellement concevable, et notamment si une transaction peut être motivée par une seule recommandation. Toute recommandation n'est évidemment pas susceptible d'engendrer un tel comportement. À cet égard, une recommandation de vote ne peut être comparée à une recommandation d'investissement, puisqu'elle revêt un aspect politique et non directement financier. Mais on ne peut nier que l'exercice du droit de vote a des conséquences financières. N'a-t-il pas été affirmé que le droit de vote est un instrument de gestion financière<sup>2781</sup> ? Pour certaines opérations, l'émission d'une recommandation qui a toute les chances d'être suivie par son destinataire peut sans conteste influencer sur le cours d'une action. La réalisation d'une opération sur la base d'une recommandation n'est donc pas exclue. Si de telles pratiques sont concevables, doit-on toutefois considérer qu'une recommandation constitue une information précise et sensible ? Elle peut sans doute constituer une information. Un considérant de la directive *abus de marché* précise que ne doivent pas être considérés, en eux-mêmes, comme une information privilégiée, les travaux de recherche et estimations effectués à partir de données publiques<sup>2782</sup>. Un rapport du CESR mentionne, quant à lui, que l'on peut entendre comme une information concernant indirectement un émetteur les rapports des agences de notation, les recherches, recommandations, suggestions qui concernent la valeur d'un instrument financier

---

<sup>2780</sup> Art. 621-1 et s. RG AMF.

<sup>2781</sup> V. notamment A. COURET, « Première traduction législative de la corporate governance : la loi sur les fonds de pension », *D.* 1997, p. 241. V. égal. N. CUZACQ, « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *Rev. sociétés* 2006, p. 491 ; R. KADDOUCH, « L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière », *D.* 2004, p. 796.

<sup>2782</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), considérant 31.

coté<sup>2783</sup>. Les travaux de recherche peuvent donc revêtir eux-mêmes le statut d'information au sens des textes français et européens, du moins lorsqu'ils ont trait à la valeur d'un instrument financier. Une recommandation de vote ne se contente pas toujours de présenter une analyse objective de données déjà publiées auxquelles elle faciliterait l'accès, mais elle ajoute souvent à cette information brute, acquérant ainsi le statut d'information dont on ne peut nier qu'elle est susceptible d'influer le cours des actions de la société sur laquelle elle porte. Si certaines recommandations constituent une information, il est plus délicat d'analyser leur précision<sup>2784</sup>. Le CESR a affirmé qu'une suggestion pouvait constituer une information précise. La Cour de cassation a quant à elle admis qu'un fait incertain puisse constituer une information<sup>2785</sup>. Sans doute la précision de la recommandation ne doit-elle donc pas être exclue mais appréciée en fonction de la probabilité qu'elle soit suivie par ses destinataires ou encore qu'elle soit reprise dans la presse et largement diffusée. De même, le caractère sensible est délicat à apprécier. Car on peut se demander si la recommandation peut à elle seule fonder une décision d'investissement ou si elle ne doit pas être combinée avec d'autres éléments. La possibilité qu'une recommandation rendue publique influe sur le cours de l'action dépend sans doute de son objet, de l'identité du destinataire initial, du montant de la participation de celui-ci, de la probabilité qu'il suive la recommandation, de la situation de l'émetteur, de la manière dont la recommandation est rendue publique... Finalement, un investisseur raisonnable aurait-il pu tirer une conclusion claire de la recommandation ? La décision d'investissement ne résulterait-elle pas plutôt de projections effectuées par l'intervenant, d'un « savoir »<sup>2786</sup> et non directement de l'information constituée par la recommandation, ce qui exclurait la qualification d'information privilégiée ? Ces fondements ne sauraient donc interdire toute transaction sur les titres des sociétés au sujet desquelles les conseils en vote émettent des recommandations. Seuls les cas les plus caractéristiques pourraient peut-être être traités par un tel remède.

**560. – Responsabilité – Informations fausses ou trompeuses.** En second lieu, une agence de conseil en vote engage-t-elle sa responsabilité lorsqu'elle diffuse des informations erronées ou

---

<sup>2783</sup> CESR's *Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02-089d, déc. 2002.

<sup>2784</sup> Sur la notion de précision et l'interprétation de l'article 621-1 du RG AMF, V. notamment F. DRUMMOND, 3<sup>ème</sup> colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, 18 oct. 2010, disponible sur <http://www.amf-france.org/>.

<sup>2785</sup> Cass. com. 5 oct. 1999, n° 97-17090, *Bull. civ. IV* 1999, n° 157 p. 132 ; *JCP éd. E* 2000, p. 32, note H. HOVASSE.

<sup>2786</sup> V. notamment refusant de considérer qu'un « savoir » constitue une information privilégiée en matière de délit d'initié : Cass. crim. 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635 ; *Rev. sociétés* 1995, p. 562, note B. BOULOC ; *Petites aff.* 26 juill. 1995, n° 89, p. 44, note CL. DUCOULOUX-FAVARD ; *Bull. Joly Bourse* 1995, n° 4, p. 285, note P. LE CANNU ; *JCP éd. G* 1996, n° 9, II, 22599, note A. VIANDIER.

trompeuses dans une recommandation ? Deux fondements doivent être évoqués : la diffusion ou la communication d'informations fausses ou trompeuses et la responsabilité civile<sup>2787</sup>.

Le fondement de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses<sup>2788</sup> pourra généralement être écarté puisque le conseil se contentera de communiquer la recommandation à son client et non de la diffuser. C'est donc plutôt à la communication d'informations fausses ou trompeuses qu'il faut s'intéresser. Le délit ou le manquement de diffusion de fausses informations sera, quoi qu'il en soit, le plus souvent écarté faute d'élément moral<sup>2789</sup> : le cas où un conseil en vote diffuserait sciemment des fausses informations paraît une hypothèse extrême. Quant au manquement de communication de fausses informations, il semble également qu'un élément moral soit exigé : l'auteur du manquement devait savoir ou aurait dû savoir que l'information communiquée était fausse. Là encore, sa caractérisation paraît peu probable<sup>2790</sup>. Il convient de distinguer la recommandation finale et l'analyse des données publiques. La recommandation finale n'est que l'expression d'une opinion dont il n'est pas sûr qu'elle puisse constituer une information fausse ou trompeuse. Ce serait donc uniquement aux données et éventuellement à leur analyse qu'il faudrait se fier pour apprécier le caractère faux ou trompeur de la recommandation. Dans les cas les plus extrêmes également, une manipulation de cours pourrait être caractérisée<sup>2791</sup>. Cette infraction semble toutefois peu adaptée à la situation des conseils en vote qui n'ont pas vocation à intervenir directement sur les marchés.

La diffusion d'informations fausses ou trompeuses peut par ailleurs être appréhendée sur le fondement de la responsabilité civile. Il est envisageable mais peu probable que le client du conseil engage sa responsabilité contractuelle. En revanche, l'émetteur auquel une recommandation aurait porté préjudice serait, lui, susceptible d'intenter une action en responsabilité sur le fondement de l'article 1382 du Code civil<sup>2792</sup>. Un émetteur n'a pas hésité à

---

<sup>2787</sup> Les dispositions réprimant l'injure ou la diffamation pourraient également être invoquées. Toutefois, les hypothèses où de tels fondements pourraient être utilisés demeurent sans doute exceptionnelles.

<sup>2788</sup> Art. 465-2 C. mon. fin. ; art. 632-1 RG AMF.

<sup>2789</sup> Sur l'évolution de l'élément moral exigé par l'art. L. 465-2 al. 2 du C. mon. fin., V. notamment T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 518.

<sup>2790</sup> La situation des conseils en vote pourrait sur ce point être comparée à celle des analystes financiers. Ce fondement avait été évoqué dans l'affaire Morgan Stanley c/ LVMH dans laquelle il était reproché à des analystes financiers d'avoir diffusé des avis négatifs infondés ou excessifs. Le parquet avait toutefois indiqué que le délit n'était pas constitué faute d'élément intentionnel. V. TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, D. 2004, p. 335, note A. COURET ; *JCP éd. E* 2004, n° 7, 33, note J.-J. DAIGRE ; *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 185, note D. SCHMIDT ; *Rev. sociétés* 2004, p. 297, note F.-L. SIMON ; D. 2004, p. 1800, note Y. REINHARD ; *RTD com.* 2004, p. 334, note N. RONTCHEVSKY.

<sup>2791</sup> Art. 465-2 al. 1 C. mon. fin. ; 631-1 RG AMF.

<sup>2792</sup> V. sur cette question, A. OMMAGGIO, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) », *art. préc.*

intenter une telle action contre des analystes financiers et a obtenu gain de cause, dans l'affaire LVMH c/ Morgan Stanley<sup>2793</sup>. Il est tout à fait concevable qu'une action de ce type puisse être exercée à l'encontre d'une agence de conseil en vote. Il faut remarquer néanmoins qu'il existe une différence importante entre recommandation d'investissement et recommandation de vote. Les premières lorsqu'elles sont émises par des analystes financiers ont vocation à être diffusées largement<sup>2794</sup>. Les secondes ne sont normalement communiquées qu'aux commanditaires. C'est donc essentiellement dans les hypothèses plus exceptionnelles où la recommandation serait diffusée, notamment par voie de presse, que la question de l'engagement de la responsabilité de l'agence pourrait se poser. À défaut, l'émetteur pourrait ne pas être au courant du contenu, ni même de l'existence, de la recommandation.

La faute pourrait découler de l'utilisation de données fausses<sup>2795</sup>, d'une analyse imprudente ou erronée ou peut-être de conflits d'intérêts non dévoilés<sup>2796</sup>. Le préjudice pourrait consister dans le rejet d'une résolution. Il pourrait également résulter de variations intempestives du cours de l'action : l'annonce dans la presse d'intentions de vote peut en effet entraîner des variations brutales de cours. Plus généralement, il peut résider en une atteinte à la réputation de l'émetteur. Le lien de causalité est sans doute plus délicat à caractériser. Pour qu'il y ait préjudice, il faudra sans doute que la recommandation ait été largement diffusée. Mais cette diffusion ne sera pas nécessairement assurée par le conseil en vote. Si ce dernier y est étranger, la chaîne de responsabilité risquerait d'être rompue. Encore, il serait difficile de prouver avec certitude que c'est la diffusion d'une recommandation erronée qui est à l'origine d'une baisse du cours ou du rejet de la résolution. Au mieux, pourra-t-on caractériser une perte de chance. Là encore, l'article 1382 ne saurait être invoqué que de manière exceptionnelle.

Le jeu de ces dispositions ne peut donc être exclu, mais il reste réservé à de rares hypothèses.

---

<sup>2793</sup> Paris, ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH, Communication, Commerce électronique*, 2006, n° 12, comm. 158, note C. CHABERT ; *RLDA* janv. 2007, n° 12, note J.-M. DARROIS ; *D.* 2006, p. 2241, note X. DELPECH ; *Rev. dr. banc. fin.* 2004, n° 2, p. 131, note A. PIETRANCOSTA ; *RTD com.* 2006, p. 875, note N. RONTCHEVSKY.

<sup>2794</sup> Plus précisément, lorsqu'elles sont émises par des analystes financiers *sell side*, c'est-à-dire travaillant au sein d'un prestataire de services d'investissement et non pour un investisseur (*buy side*) ou de manière indépendante (analyste indépendant).

<sup>2795</sup> « L'obligation » de consulter l'émetteur dans certaines situations résultant de la recommandation de l'AMF devrait faciliter la caractérisation d'une faute en cas de données fausses et non publiées. En revanche et inversement, dans le cas où la recommandation ne prône pas la consultation de l'émetteur, la faute en cas de données fausses et non vérifiées pourrait être écartée. Sur la recommandation, V. *infra* n° 561.

<sup>2796</sup> Comp. avec l'affaire LVMH c/ Morgan Stanley, *préc.* La cour d'appel de Paris avait relevé un « *manquement à ses devoirs d'indépendance, d'impartialité et de rigueur* ».

**561. – Recommandation de l'AMF.** L'Autorité des marchés financiers a récemment adopté une recommandation sur les agences de conseil en vote<sup>2797</sup>, qui s'attache à fixer des lignes directrices à suivre dans l'exercice de cette activité. Préalablement à l'examen du contenu de la recommandation, il faut établir quelle en est la valeur exacte et si un manquement est susceptible de sanction<sup>2798</sup>. Selon l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier, les recommandations de l'AMF ont un objet purement interprétatif du Règlement général. Ce dernier n'abordant pas le sujet du conseil en vote, il n'est pas contestable que la recommandation n'a pas un caractère interprétatif mais une vocation normative – et à cet égard les limites de l'article L. 621-1 paraissent avoir été repoussées<sup>2799</sup>. Mais quelle pourrait être la sanction d'un manquement ? La réponse est malaisée. Une violation ne pourrait sans doute que faciliter la preuve d'un comportement réprimé sur d'autres fondements, notamment une communication d'informations fausses ou trompeuses, ou une faute engageant la responsabilité civile de son auteur. L'adoption d'une recommandation représente donc un pas significatif dans l'appréhension par le droit de l'activité de conseil en vote sans qu'elle ne crée cependant un cadre strict et contraignant. Le statut des agences de conseil demeure dans le champ du droit souple.

La recommandation de l'AMF impose d'abord la publication de la politique de vote de l'agence sur son site Internet. On peut s'interroger sur le champ exact de la publicité qui doit être effectuée ainsi par l'agence. Imposer que la politique de vote soit consultable par tous porterait en effet atteinte au modèle financier et stratégique des agences de conseil en vote. L'AMF s'attache ensuite à encadrer le mode d'élaboration de la recommandation. Celle-ci doit être établie par un personnel compétent, en application d'une méthodologie prédéfinie et exposée dans un rapport rendu public. Le parti pris sur chaque résolution doit également être motivé. La recommandation impose par ailleurs la communication de son projet de rapport à la société. Elle s'attache également à définir une procédure permettant à la société de répondre aux remarques de l'agence, celle-ci devant corriger les erreurs matérielles relevées et insérer les commentaires de la société

---

<sup>2797</sup> Recommandation AMF n° 2011-06 du 18 mars 2011 sur les agences de conseil en vote.

<sup>2798</sup> V. notamment sur ces questions, M.-P. BEZARD, « La Commission des Opérations de Bourse et le droit des sociétés », *Rev. jur. com.* 1982, p. 81 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *ouvr. préc.*, n° 271-2 ; L. CALANDRI, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, Préf. S. Regourd, LGDJ, 2009, p. 181 ; C. THIBIERGE, « Le droit souple – Réflexion sur les textures du droit », *RTD civ.* 2003, p. 599 ; N. DECOOPMAN, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, Préf. B. Oppetit, Economica, 1980, p. 133 ; C. THIBIERGE, *Le droit souple, Thèmes et commentaires*, Association Capitant, 2009. V. égal., A. BALLOT-LENA, « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le "droit mou" s'endurcit. », in *Colloque « Le droit mou. Une concurrence faite à la loi ? »*, Centre de Droit civil des Affaires et du Contentieux Économique de l'Université de Paris X-Nanterre (CEDCACE), codirigé par E. Claudel et B. Thullier, nov. 2004, disponible sur [www.glose.org](http://www.glose.org).

<sup>2799</sup> Rappr. sur les pouvoirs de l'AMF, J.-J. DAIGRE, « L'inversion des sources formelles en droit des marchés financiers », *RTDF* 2006, n° 2, p. 105 ; Y. PACLOT, « Quelques remarques sur le pouvoir normatif de l'Autorité des marchés financiers », *Lexbase Hebdo* 21 déc. 2003, n° 101.



dans son rapport d'analyse si elle en fait la demande. Ceci appelle toutefois deux remarques. D'une part, les commentaires de la société ne doivent y être insérés que « *s'ils [sont] concis, permettent d'éclairer les actionnaires sur les projets de résolution soumis à leur vote et ne discutent pas de la politique générale de vote* ». Les résolutions les plus contestées comme la mise en œuvre d'une défense anti-OPA ne pourront donc pas faire l'objet de commentaires, puisque ce serait discuter la politique générale de vote de l'agence. D'autre part, le droit de réponse ne semble être octroyé qu'aux sociétés qui « *[ont] communiqué à l'agence dans un délai de 35 jours avant la tenue de l'assemblée générale [leurs] projets de résolution* »<sup>2800</sup>. La recommandation met ainsi indirectement une obligation positive à la charge de la société : celle-ci doit communiquer en temps utile ses projets de résolution, à défaut elle ne saurait bénéficier des avantages que la recommandation de l'AMF lui offre. Elle n'incite donc pas à une simple transparence vis-à-vis de la société mais à une véritable collaboration entre les deux parties. Enfin, l'AMF s'est intéressée aux conflits d'intérêts. Elle impose d'une part la mise en place de procédures de prévention et de traitement des conflits d'intérêts, qui doivent aussi être publiées. Elle incite également à l'élaboration d'un code de bonne conduite ou d'une charte éthique et à la nomination d'une personne chargée de la déontologie. Elle impose d'autre part la mention des conflits d'intérêts existants dans son rapport.

La recommandation de l'AMF a donc abordé les problèmes essentiels qui avaient été mis en exergue jusqu'à présent : l'exactitude des recommandations de vote, la méthodologie d'élaboration, les conflits d'intérêts. Leur traitement pourrait toutefois être encore amélioré ; et, surtout, le caractère contraignant de l'encadrement qui serait nécessaire à son efficacité fait défaut.

## **B- Le perfectionnement de l'encadrement**

**562. – Présentation.** L'influence croissante des agences de conseil en vote et les problèmes qu'elles sont susceptibles de soulever imposent un encadrement efficace de cette activité.

**563. – Instrument d'intervention.** Seul un instrument ayant une véritable force normative devrait à cet égard être utilisé. Deux voies peuvent être empruntées : celle de la loi ou celle du règlement général de l'AMF. Les agences de conseil en vote ont en effet une influence qui dépasse les problématiques de droit des sociétés. La réglementation de leur activité obéit à une logique de protection des investisseurs et du bon fonctionnement du marché. L'intervention de l'AMF sur ce sujet ne serait donc pas illégitime et répondrait au rôle qui lui a été attribué par

---

<sup>2800</sup> V. égal. sur ce point S. TORCK, « AMF : un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *art. préc.*

l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier. En outre, les agences de conseil en vote n'intervenant que dans le champ des sociétés cotées, l'intervention de l'AMF serait suffisante.

**564. – Prévention, traitement et transparence des conflits d'intérêts.** L'encadrement des agences de conseil en vote suppose en premier lieu d'instaurer des mécanismes d'appréhension des conflits d'intérêts qu'elles pourraient être amenées à rencontrer. Ceux-ci sont déjà abordés de manière relativement satisfaisante par la recommandation de l'AMF, qui oblige à instaurer des mécanismes de prévention et de traitement. Lorsque les conseils en vote font partie d'une entité offrant d'autres services, les procédures décrites dans ce texte pourraient utilement être complétées par l'obligation d'instaurer une « muraille de Chine » entre ces activités. Mais de telles procédures existent aujourd'hui dans d'autres types d'activités<sup>2801</sup> sans qu'elles ne produisent des résultats véritablement satisfaisants. C'est pourquoi elles doivent se doubler d'une obligation de transparence. La recommandation de l'AMF s'y attache également en imposant l'indication des conflits d'intérêts potentiels dans les rapports d'analyse. Cette obligation pourrait être renforcée. D'une part, une obligation générale de dévoiler ses conflits d'intérêts pourrait être consacrée, étant précisé que les conflits actuellement mentionnés dans la recommandation de l'AMF n'auraient qu'une valeur indicative. D'autre part, il serait possible d'élargir cette exigence à toutes les communications d'une agence relatives à un ou plusieurs émetteurs identifiés. Cela permettrait notamment d'obliger l'agence à dévoiler ses conflits potentiels lorsqu'elle noue une relation avec un investisseur sans attendre le rapport final, ainsi que lorsqu'elle communique avec un émetteur. Enfin, interdire aux professionnels élaborant une recommandation sur l'assemblée d'un émetteur d'intervenir sur son titre serait également une saine exigence<sup>2802</sup>.

**565. – Garantir l'exactitude et la qualité des recommandations.** Une réglementation de l'activité des conseils en vote devrait également s'attacher à garantir l'exactitude et la qualité des recommandations.

Pour cela, la recommandation de l'AMF a tenté de favoriser un dialogue, en obligeant l'agence à transmettre son rapport à la société, celle-ci disposant d'un droit de réponse. Or un tel système accroît le poids des agences, les sociétés étant incitées à négocier. C'est également institutionnaliser leur intervention au sein de la vie sociale. Plus qu'à une incitation à la négociation, c'est à une incitation à la coopération que la recommandation aboutit, puisque le droit de réponse n'est octroyé à la société que si elle a transmis en temps utile à l'agence les

---

<sup>2801</sup> V. pour les prestataires de services d'investissement, art. 313-21 II RG AMF.

<sup>2802</sup> Comp. avec la situation des analystes financiers : art. 327-2-1 RG AMF.

projets de résolution qui seront soumis à l'assemblée<sup>2803</sup>. Alors qu'est dénoncé le pouvoir de ces agences qui ne subissent pas l'aléa social, accroître leur influence n'est pas la solution la plus appropriée pour favoriser la qualité et l'exactitude des recommandations. À cet égard, la comparaison de la situation des conseils en vote avec celle des analystes financiers est intéressante. Lorsque les autorités européennes se sont attelées à réglementer cette profession à l'occasion de la rédaction de la directive *Abus de marché*<sup>2804</sup> puis de la directive *Marchés d'instruments financiers*<sup>2805</sup> et de leur directive d'application<sup>2806</sup>, elles s'étaient interrogées sur une éventuelle interdiction de la pratique courante des analystes consistant à transmettre leurs analyses à l'émetteur concerné. Or les arguments militant en faveur de la communication à la société étaient bien plus forts que ceux qui pourraient exister en matière de recommandation de vote. Une recommandation d'investissement négative, destinée à être largement diffusée, est susceptible d'influer fortement à la baisse sur le cours d'une société et de la mettre en difficulté. Ne pas communiquer une recommandation négative aboutirait à « *tirer sur une entreprise par surprise* »<sup>2807</sup>. Une analyse négative de la situation financière d'une société est susceptible, bien plus qu'une recommandation de vote en termes de gouvernement d'entreprise, d'affecter durablement l'activité économique de cette société. Finalement, les avis étant partagés sur cette question, l'idée d'interdire cette pratique a été abandonnée. Mais, au titre du traitement des conflits d'intérêts, une obligation de transparence a été imposée : l'analyse doit indiquer si elle a été communiquée à l'émetteur et si des changements ont été effectués suite à sa communication<sup>2808</sup>. L'obligation des conseils en vote de communiquer avec la société et, *a fortiori*, cette incitation de coopérer faite à la société mériteraient donc certainement une réflexion plus approfondie, leurs effets négatifs

---

<sup>2803</sup> V. *supra* n° 455.

<sup>2804</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

<sup>2805</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

<sup>2806</sup> Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts ; Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

<sup>2807</sup> E. TETREAU, *Analyste, au cœur de la folie financière*, Grasset, 2005, p. 205.

<sup>2808</sup> Art. 4, directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

risquant de se révéler supérieurs à leurs effets positifs<sup>2809</sup>. Pour favoriser la qualité et l'exactitude des recommandations, d'autres pistes mériteraient d'être explorées au préalable.

Pour cela, la voie de la méthodologie utilisée et les compétences des professionnels serait une solution moins dangereuse. La recommandation de l'AMF insiste déjà sur ces points, en prévoyant la publication d'un rapport de politique de vote et l'élaboration de règles méthodologiques sur la base desquelles les recommandations doivent être élaborées. On pourrait s'interroger sur le bien fondé d'exiger un rapport de politique de vote. Cela n'inciterait-il pas à un exercice standardisé du droit de vote ? Cet argument peut être rapidement écarté car, ainsi qu'il l'a déjà été mentionné<sup>2810</sup>, les agences recourent à un exercice standardisé en mettant en œuvre des grilles d'analyse prédéfinies. Exiger l'élaboration d'un rapport de politique de vote ne modifierait pas la pratique actuelle mais en permettrait la transparence. Cela ne les empêcherait d'ailleurs pas de s'écarter de la politique de vote en motivant leur démarche. Quant à l'obligation de publicité des rapports exigée par la recommandation de l'AMF, elle devrait être clarifiée. Une publication ouverte à tous sur le site Internet de l'agence paraît excessive. Une publicité à l'égard des clients faisant appel à son service et de l'AMF – ce qui faciliterait un éventuel contrôle – serait sans doute suffisante. Il serait également bon de préciser le contenu de la recommandation. La recommandation finale devrait s'accompagner d'une analyse motivée et des sources sur lesquelles l'agence s'est fondée. Enfin, pour faciliter d'éventuels contrôles, une obligation de conservation des recommandations, des documents utilisés dans leur élaboration et des communications avec leurs clients et les émetteurs pendant un délai minimal serait bienvenue<sup>2811</sup>. Quant aux dispositions de la recommandation s'intéressant à la compétence, elles se résument à énoncer que « *les personnes en charge d'analyser les projets de résolution disposent des compétences et de l'expérience appropriée à la conduite de ce type d'analyse* ». Il serait possible de développer cette exigence en s'inspirant notamment des règles de compétence déjà fixées par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers à propos d'autres activités, telle l'analyse financière. Il serait également sain de prendre en compte la dimension internationale des agences de conseil en vote<sup>2812</sup> en exigeant que, pour chaque pays, soit nommé un responsable disposant d'une connaissance suffisante des contraintes juridiques de ce pays.

---

<sup>2809</sup> V. égal. sur le thème du dialogue avec les émetteurs, D. MARTIN et C. FALLET, « Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote », *Actes pratiques et ing. soc.* juill.-août 2011, n°4.

<sup>2810</sup> V. *supra* n° 553.

<sup>2811</sup> Une telle obligation existe pour les analystes financiers aux termes des articles L. 544-3 du C. mon. fin. et 325-5 du RG AMF.

<sup>2812</sup> V. *supra* n° 552.

**566. – Éviter le box-ticking.** On peut encore se demander si une réglementation adéquate ne permettrait pas d'éviter ou du moins de limiter le « *box-ticking* », c'est-à-dire la pratique de certains actionnaires tendant à suivre en tout point la recommandation des agences de conseil en vote. En effet, il a été constaté que les agences de conseil en vote mettaient en œuvre des politiques standardisées et avaient tendance à ne juger les résolutions qu'en termes de gouvernement d'entreprise<sup>2813</sup>. Il faudrait donc encourager les investisseurs à considérer la recommandation comme l'un des éléments fondant leur décision de vote mais comme non suffisante en soi. Il est évidemment difficile d'influer sur les pratiques mais quelques pistes peuvent être avancées.

Il faut d'abord remarquer que certains acteurs demandent directement au conseil de remplir le bulletin de vote par correspondance. À l'étranger, il est courant que l'agence en conseil de vote se voit conférer un mandat et exerce elle-même le droit de vote. Il s'agit là des pratiques de *box-ticking* les plus caractéristiques : l'actionnaire n'exerce aucun droit de regard sur les agissements de l'agence. En France, nous l'avons vu, la validité d'un mandat rémunéré pourrait être remise en cause sur le fondement de l'article L. 242-9 du Code de commerce qui incrimine le fait de se faire accorder, garantir ou promettre des avantages pour voter dans un certain sens, même si l'esprit du texte commande qu'il ne soit pas appliqué dans ces situations<sup>2814</sup>. Le doute pesant sur la validité de ces pratiques empêche sans doute qu'elles prospèrent. La situation mériterait cependant d'être clarifiée. Il pourrait être précisé que celui qui exerce l'activité de conseil en vote ne peut émettre une recommandation de vote à l'occasion d'une assemblée à l'intention d'un de ses clients et exercer le droit de vote pour le compte de ce dernier au sein de la même assemblée. Il pourrait également être interdit au conseil en vote de remplir les documents de vote de son client. De telles obligations ne permettraient évidemment pas de faire disparaître la pratique du *box-ticking* mais éviterait ses formes les plus extrêmes, tout en réconciliant qualité d'actionnaire et exercice du droit de vote.

En vue de limiter cette pratique, il peut encore être noté qu'elle est souvent le fait des sociétés de gestion qui se voient imposer d'exercer le droit de vote ou d'expliquer pourquoi elles ne le font pas et d'élaborer une politique de vote. L'article 314-100 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers réglant le contenu de cette dernière pourrait à cet égard être

---

<sup>2813</sup> V. *supra* n° 553.

<sup>2814</sup> V. *supra* n° 300.

utilement précisé<sup>2815</sup>, en y ajoutant à la charge de ces acteurs l'obligation d'y décrire le processus de décision utilisé lorsqu'ils font appel à des agences de conseil en vote.

**567. – Conseil de vote et service connexe.** Ces pistes de réflexion sur l'encadrement des agences de conseil en vote lancées, on peut s'interroger sur l'utilité d'ériger cette activité en service connexe. Alors, les règles de bonne conduite, d'organisation, de transparence régissant les prestataires de service d'investissements s'imposeraient également aux conseils en vote lorsque ceux-ci font partie d'une entreprise multi-métiers offrant des services d'investissements. Cela ne rendrait donc pas inutile la construction d'un statut propre à ces professionnels, mais la simplifierait, certaines questions – notamment en termes de conflits d'intérêts – étant déjà traitées.

Le conseil en vote ne peut être qualifié de service d'investissement. Ces professionnels n'interviennent pas directement sur les marchés de titres et leurs services ne touchent pas à la réalisation d'un investissement. En revanche, on ne peut nier qu'ils intéressent la gestion d'un investissement. Le politique est sans doute longtemps demeuré séparé du financier dans l'esprit des investisseurs. Néanmoins, il a été clairement revendiqué depuis plus d'une vingtaine d'années que l'exercice du droit de vote constituait un instrument de gestion des participations et l'on a tenté d'inciter les actionnaires à voter par cette présentation des choses<sup>2816</sup>. C'est d'ailleurs dans cet état d'esprit qu'il est recouru aux services des agences de conseil en vote. Leurs clients peuvent sans doute appartenir à deux catégories se chevauchant, les activistes et les sociétés de gestion ayant l'obligation d'expliquer le sens de leur vote<sup>2817</sup>. Dans les deux cas, le recours aux agences est sous-tendu par l'idée, acceptée ou imposée, que l'exercice du droit de vote est un instrument de gestion de l'investissement effectué. Il est clair également qu'une recommandation de vote, même lorsqu'elle n'est adressée qu'à son commanditaire, peut avoir un impact fort sur une société et sur le cours des titres qu'elle émet. Un besoin de protection des investisseurs et plus généralement du marché existe donc. Dans ce contexte, il ne serait pas inconcevable d'ériger le conseil en vote en service connexe.

**568. – Conclusion.** En vue d'encadrer l'activité de conseil en vote, il serait donc envisageable d'ériger cette activité en « service connexe », ce qui permettrait de lui appliquer un certain nombre de dispositions existantes, notamment en matière de conflits d'intérêts, de règles de conduite et

---

<sup>2815</sup> V. *supra* n° 267.

<sup>2816</sup> Sur les sociétés de gestion, V. *ibid.*

<sup>2817</sup> *Ibid.*

d'organisation, lorsqu'elle est exercée par une entité offrant des services d'investissements. Un régime propre devrait par ailleurs être défini, afin d'assurer la qualité et l'exactitude des recommandations, d'éviter le *box-ticking* et de compléter le dispositif existant relatifs aux conflits d'intérêts.

\* \*

\*

**569. – Conclusion du chapitre 2.** Limiter l'accès occulte au droit de vote supposerait un meilleur encadrement des pratiques qui le rendent possible, sans qu'une solution globale ne puisse être proposée.

Quant à l'accès occulte du fait de la détention d'instruments dérivés conférant un intérêt positif dans une société, le perfectionnement de la réglementation des franchissements de seuils permettrait de remédier à ces pratiques. Car l'utilisation de dérivés portant sur des actions avec l'idée d'influer sur la gestion de la société répond essentiellement à un objectif de contournement des obligations de déclaration. Si la législation a été largement améliorée ces dernières années, quelques adaptations pourraient encore être faites, pour ce qui regarde tant le champ d'application des obligations de déclaration, que leurs sanctions et les exemptions. La réglementation des offres publiques obligatoires devrait également mieux tenir compte des expositions économiques positives que des instruments dérivés peuvent conférer. En matière d'autocontrôle, le perfectionnement du dispositif légal existant permettrait de mieux encadrer ces pratiques afin d'éviter qu'elles ne soient utilisées aux fins d'influencer la prise de décision.

Enfin, les agences de conseil en vote gagneraient à voir leur activité encadrée. Si leur objectif n'est pas d'acquérir un pouvoir au sein des sociétés, elles disposent, de fait, d'une influence importante. C'est pourquoi l'élaboration d'un régime propre et contraignant applicable aux agences de conseil en vote serait nécessaire.

\* \*

\*

**570. – Conclusion du titre 2.** Lorsqu'un non-associé est autorisé à exercer le droit de vote dont un autre est titulaire, il doit être garanti que l'exercice est conforme à l'intérêt de ce dernier. À défaut, les règles d'attribution du droit de vote seraient mises à mal : il ne faut se satisfaire d'une consécration théorique, encore faut-il que leur effectivité soit assurée. Si l'application du principe proposé liant attribution du droit de vote et aléa social permet de résoudre certaines des difficultés rencontrées, un traitement distinct de chaque mécanisme problématique demeure nécessaire.

D'une part, certaines techniques permettant à un actionnaire de confier son vote à autrui demanderaient à être mieux encadrées. La problématique du vote des actionnaires étrangers, d'abord, gagnerait à être réexaminée. Les législations françaises et européennes se sont en effet penchées sur l'exercice du droit de vote par l'intermédiaire de l'actionnaire non résident, mais la difficulté pourtant préalable portant sur la détermination de l'actionnaire n'a pas été résolue. Ensuite, la réglementation de la sollicitation de mandats, encore embryonnaire, devrait être précisée. Le législateur a en effet donné une existence légale à ces pratiques sans que le corpus de textes soit suffisant ni pour inciter au développement de ces pratiques, ni pour en assurer un encadrement correct. Enfin, il serait pertinent d'uniformiser le régime du vote pour autrui dans le cadre d'une gestion professionnelle de droit sociaux, quelle que soit la technique utilisée pour ce faire. Aujourd'hui, en effet, des régimes différents régissent des opérations dont l'économie est similaire.

D'autre part, il convient d'empêcher l'accès occulte au droit de vote, consistant pour un tiers à la société à influencer sur l'exercice du vote dans un intérêt qui n'est pas celui du titulaire. Pour cela, le perfectionnement de la réglementation des franchissements de seuils, des offres publiques obligatoires ainsi que de l'autocontrôle serait bienvenu. L'activité des agences de conseil en vote devrait encore être encadrée. Celles-ci exercent en effet une influence importante dans la gestion des sociétés, sans être soumises à une réglementation véritablement contraignante.

\* \* \*

\*

**571. – Conclusion de la partie 2.** Afin de rénover les principes d'attribution du droit de vote, deux niveaux d'actions devraient être privilégiés. D'une part, il conviendrait de clarifier les principes d'attribution du droit de vote en consacrant un principe général et unique liant qualité



d'associé et aléa social. Seuls ceux qui seraient effectivement exposés à l'aléa social devraient être reconnus comme associés, et ainsi être titulaires du droit de vote. Un tel principe rendrait sans effet les pratiques actuelles de dissociation. Certains aménagements devraient néanmoins être effectués pour garantir tout à la fois l'efficacité et la pertinence du principe.

D'autre part, il conviendrait de mieux encadrer l'exercice du droit de vote par un non-associé. À défaut, en effet, des tiers seraient à même d'exercer le droit de vote ou d'influer sur son exercice, et les règles d'attribution seraient ainsi mises à mal. L'application du principe proposé liant aléa et qualité d'associé évite certaines situations problématiques. Mais une approche globale ne suffit pas à résoudre toutes les difficultés inhérentes à ces mécanismes. Chacune nécessite un traitement distinct. Les mécanismes conduisant un tiers à voter pour le compte d'un associé devraient ainsi être encadrés soigneusement afin qu'il soit garanti qu'il agisse dans l'intérêt de ce dernier. Un effort particulier devrait également être porté sur la limitation de l'accès occulte au droit de vote.



## CONCLUSION

**572.** – Partant du constat que nos codes ne contiennent aucune disposition générale déterminant avec clarté et précision le titulaire du droit de vote et les moyens de son identification, il fallait avant toute chose dégager les procédés classiques d'attribution du droit de vote. À l'examen du droit positif, la qualité d'associé s'impose immédiatement comme principe d'attribution du droit de vote : seuls les associés, et tous les associés sauf cas expressément autorisés par le législateur, en sont titulaires. En pratique toutefois, ce n'est pas à la qualité d'associé mais plutôt à la propriété de parts sociales ou d'actions, principe plus fonctionnel, qu'il est fait recours pour déterminer le titulaire du vote. Car si les textes ne définissent pas la notion d'associé, nombreuses sont les dispositions qui sous-entendent l'assimilation entre associé et propriétaire. Par raccourci, le droit de vote est ainsi attribué au propriétaire. La qualité d'associé apparaît donc comme le principe théorique de l'attribution du droit de vote, tandis que la propriété de parts sociales ou d'actions en est le principe pratique.

Une fois les procédés d'attribution du droit de vote déterminés, il nous a fallu nous interroger sur leur justification : si le droit de vote est attribué à l'associé « propriétaire », c'est qu'il est un principe sous-tendant la construction sociétaire qui veut que tout associé supporte l'aléa social – ensemble d'un risque de perte et d'une chance de gain résultant de la propriété des parts ou actions. Nous avons constaté que la notion d'aléa social est souvent assimilée à la contribution aux pertes et à la vocation aux bénéfices. Elle doit toutefois être entendue largement et non comme la juxtaposition de ces deux notions techniques. Pour qu'un associé soit exposé à l'aléa social, il ne suffit pas, en effet, qu'il contribue aux pertes et ait vocation aux bénéfices formellement, encore faut-il qu'il assume effectivement cet aléa et qu'il n'en ait pas transféré la charge à un tiers. La validité de l'affirmation qui tient l'aléa social pour fondement légitime de l'attribution du droit de vote a dû encore être vérifiée dans notre étude. Trois éléments de justification ont été avancés à cette fin. Il existe, en premier lieu, un impératif pratique qui veut qu'un droit de voter soit reconnu aux associés, dont ni la rémunération ni le remboursement de l'apport n'est garanti et qui peuvent parfois voir leur patrimoine personnel engagé. À cet égard, la reconnaissance de prérogatives de participation – droit de contrôle ou droit de gestion –, en contrepartie du risque couru, paraît avoir constitué historiquement une revendication des porteurs au moment de l'essor des grandes sociétés de capitaux. En second lieu, un impératif d'ordre formel explique que le droit de vote soit reconnu aux seuls associés. Un système d'assemblée fondé sur l'agrégation des choix individuels aux fins de dégager un acte collectif liant

l'ensemble des votants n'est acceptable qu'autant que tous peuvent être présumés avoir un intérêt commun. Que chacun supporte l'aléa social garantit justement l'alignement des intérêts des votants. En dernier lieu, et d'un point de vue matériel, affirmer que tout associé supporte l'aléa social revient à soutenir que les associés sont des créanciers de dernier rang dont le désintéressement suppose la satisfaction des autres parties prenantes. Il est alors un présupposé qui veut que les associés, dans la défense de leur intérêt pécuniaire, s'assurent de la satisfaction des autres parties prenantes. Cela achève d'asseoir la légitimité du système. Ainsi, si la qualité d'associé et la propriété constituent classiquement des principes d'attribution du droit de vote, l'aléa social en est le fondement véritable.

**573.** – L'absence d'assise textuelle ferme de ces principes a toutefois contribué au développement de pratiques mettant à mal l'équation traditionnelle liant qualité d'associé, propriété et aléa social, et entraînant la dissociation du vote et de l'aléa social.

Nous avons ainsi analysé et classé les hypothèses nombreuses dans lesquelles le titulaire du droit de vote n'assume pas l'aléa social. Il arrive, d'une part, que le jeu des mécanismes légaux conduise à attribuer le droit de vote à un associé ne supportant pas l'aléa social. Dans quelques rares cas, comme la location d'actions et de parts sociales, celui à qui est conféré le droit de vote n'est pas le propriétaire. Ce ne sont toutefois pas là les mécanismes les plus problématiques. Dans d'autres cas, le droit de vote est attribué au propriétaire mais les spécificités que revêt la structure de son droit de propriété excluent tout aléa. Il en est ainsi dans les hypothèses de propriétés temporaires et d'actionnariat indirect. D'autre part, lorsque le droit de vote est classiquement reconnu à un associé supportant en théorie l'aléa social, il peut advenir que ce dernier ait été par ailleurs couvert. À cet égard, les marchés financiers, notamment, offrent de riches possibilités aux actionnaires des sociétés cotées.

Au delà de ces mécanismes qui ébranlent les principes classiques d'attribution du droit de vote, il est des pratiques qui y portent une atteinte plus indirecte. Le droit de vote est, en effet, parfois exercé dans un intérêt distinct de celui de son titulaire. C'est le cas lorsque le représentant de l'associé vote dans son intérêt personnel ou encore lorsque l'associé vote dans un sens qui lui est dicté par un tiers à la société – pratique que l'on a dénommée accès occulte au vote. Un encadrement défectueux de l'exercice du droit de vote affecte ainsi les principes régissant son attribution.

**574.** – Le constat de la remise en cause du lien traditionnel entre qualité d'associé, propriété et aléa social, et de l'incapacité de la législation existante à appréhender ces pratiques, nous a incitée

à proposer des pistes de rénovation des procédés classiques d'attribution du droit de vote. Deux pistes ont été suivies pour cela. D'une part, nous avons dû rechercher à améliorer ces procédés afin de limiter les possibilités de dissociation entre aléa et vote. D'autre part, il nous a fallu nous attacher au traitement des difficultés décelées au stade de l'exercice du droit de vote, afin d'éviter que les procédés d'attribution du droit de vote puissent être contournés par un jeu sur les règles régissant son exercice.

**575.** – En ce qui concerne les principes d'attribution du droit de vote, la recherche d'une solution adaptée et complète nous a conduite à emprunter la voie d'une rénovation des principes d'attribution du droit de vote.

Avançant dans cette voie, un constat s'est imposé : l'attribution du droit de vote ne peut être fondée sur la propriété de droits sociaux. Car seule la propriété dotée de l'absolutisme que les rédacteurs du Code civil voulaient lui conférer garantirait l'exposition à l'aléa social. Mais la propriété est une notion au contenu hétérogène, regroupant en son sein la propriété traditionnelle, mais aussi les propriétés temporaires – propriété-gestion, propriété-garantie, propriété temporaire pour compte propre. Or dans ces dernières hypothèses, la propriété est instrumentalisée et l'aléa social inexistant. Il n'est en outre pas exclu qu'un propriétaire traditionnel choisisse de couvrir le risque qu'il supporte. La référence à la propriété dans l'attribution du droit de vote a conduit en définitive à coucher les notions classiques du droit des sociétés sur le lit de Procuste. Le recours à la propriété rejeté, l'aléa social s'impose comme principe d'attribution du droit de vote. Corrélativement, la notion d'associé doit être révisée. Plutôt que de fonder la qualité d'associé sur la propriété et de la dissocier de l'attribution du droit de vote, il est plus adapté de conserver ce lien traditionnel entre qualité d'associé et vote, et d'abandonner désormais la référence à la propriété. L'associé serait ainsi celui qui supporte l'aléa social et se verrait en conséquence attribuer le droit de vote.

Une fois cette direction fixée, il a encore fallu tracer le chemin qui pourrait conduire à ériger l'aléa social en principe de l'attribution du droit de vote. Des solutions ont déjà été proposées, parfois adoptées, essentiellement dans les sociétés cotées : obligation d'information quant aux participations dont le risque a été couvert, obligation de rapatrier les actions transférées temporairement en période d'assemblée, et pour la plus ambitieuse, suspension des droits de vote attachés aux actions au dessus d'un certain seuil de couverture. De telles propositions font suite au constat de l'absence de légitimité des pratiques de dissociation du vote et de l'aléa et répondent à la volonté de les enrayer. Pourtant, les solutions avancées sont uniquement correctives : elles prennent acte de l'existence de ces pratiques mais ne les interdisent en rien. Elles pourraient

même conduire à les légitimer, alors qu'en l'absence de disposition légale, les pratiques les plus extrêmes pouvaient être appréhendées sur le fondement de la fraude ou des obligations financières d'information. Elles ont certes pour mérite de s'accommoder des procédés classiques d'attribution du droit de vote et de reconnaissance de la qualité d'associé, mais elles participent de la normalisation de ces pratiques et leur portée est quoi qu'il en soit limitée. Une solution plus adaptée consisterait à redéfinir légalement la notion d'associé, en la fondant sur l'aléa social. Le droit de vote bénéficierait ainsi aux seuls acteurs supportant un tel aléa. Si cette solution pourrait paraître ambitieuse en ce qu'elle invite nécessairement à réviser les constructions actuelles du droit des sociétés, elle s'affirme pourtant comme la seule qui soit à la fois cohérente et exhaustive. Ce principe déterminé, encore a-t-il fallu s'assurer de la possibilité de le mettre en œuvre en pratique. Pour cela, il conviendrait notamment d'adapter les modalités de la reconnaissance de la qualité d'associé et des prérogatives sociales, aujourd'hui liée au transfert de propriété. Dans les sociétés cotées, dont l'actionariat est important et diffus et où les techniques de dissociation sont variées et aisément accessibles, la mise en œuvre d'un tel principe serait encore subordonnée à l'existence de moyens fiables de surveillance des marchés non réglementés et à la fixation de modalités de décompte des positions couvertes. Il faudrait encore prendre acte de ce qu'une dissociation temporaire – et brève – de l'aléa et du vote est inhérente à tout transfert de propriété de parts ou d'actions, et sans conséquence. Une exception au principe liant vote et aléa pourrait être ici opportunément consacrée. Elle pourrait également être étendue aux hypothèses de transmission du pouvoir étalée dans le temps.

**576.** – En ce qui concerne les pratiques jouant sur l'exercice du droit de vote mais affectant indirectement les procédés qui régissent son attribution, la consécration d'un principe liant aléa et vote permettrait d'en enrayer certaines. Elle ne suffirait toutefois pas à une appréhension globale de ces pratiques et chacune devrait être traitée distinctement.

Il conviendrait ainsi d'encadrer les mécanismes permettant le vote par un tiers pour le compte d'un associé. À cet égard, certaines situations problématiques – vote des actionnaires non résidents, sollicitations de mandats – exigeraient un encadrement plus ferme. En outre, du fait de la diversification des mécanismes de gestion pour autrui de droits sociaux – pouvant se réaliser par recours à la technique du mandat, de la société ou de la fiducie –, les régimes applicables à ces différentes situations devraient être alignés, à tout le moins en ce qui regarde l'exercice du droit de vote.

Il serait ensuite bienvenu de limiter l'accès occulte au vote. D'une part, les défauts d'encadrement de certains mécanismes agissent comme autant d'incitations à cette pratique. Pour

y remédier, le dispositif entourant l'autocontrôle mériterait d'être affiné. La réglementation des franchissements de seuils et celle des offres publiques obligatoires pourraient également être perfectionnées. D'autre part, les agences de conseil en vote, dont le rôle va grandissant, devraient être dotées d'un statut adéquat et leur activité mériterait d'être mieux contrôlée.

**577.** – Ainsi, la volonté d'appréhender les mécanismes de dissociation du droit de vote et de l'aléa nous engageait nécessairement à formuler des propositions ambitieuses. Car plutôt que d'affaiblir une construction dont la cohérence a déjà été mise à mal au fil des évolutions juridiques et sociales, par la formulation de propositions correctives éparses, il était plus judicieux de remonter le chemin des traditions anciennes pour dégager un principe général destiné à faire émerger les fondements qui les étayent, seul à même d'apporter une solution exhaustive aux difficultés observées. Et de notre étude, ressortent plusieurs éléments contribuant à cette perte de cohérence de la construction sociétaire.

Les transformations que celle-ci a connues depuis la rédaction de nos codes ont été maintes fois soulignées, paraissant parfois attenter à l'essence même de la notion de société<sup>2818</sup>. Le caractère elliptique des textes a sans doute contribué à l'érosion des cadres sociaux. Des principes pourtant tenus pour essentiels n'y sont demeurés qu'implicites ; des notions fondamentales sont restées sans définition. Confrontés à un environnement législatif changeant et à une pratique évolutive et parfois audacieuse, nos textes ont ainsi connu une certaine obsolescence. Quant à l'attribution du droit de vote précisément, une combinaison de facteurs participe des difficultés identifiées. Les parts sociales et les actions, objets incorporels complexes conférant à leur titulaire un faisceau de droits et d'obligations, ont très largement fait l'objet de mécanismes conçus pour des meubles corporels. Outre que l'application des textes s'est révélée malaisée, le caractère artificiel de leur transposition à un domaine qu'ils n'avaient pas vocation à régir a parfois mis à mal les principes classiques du droit des sociétés. Les transformations qu'a subies le droit de propriété ont également affecté une matière qui se réfère couramment à cette notion polymorphe pour l'attribution des prérogatives attachées aux parts et actions. Enfin, les profondes mutations qu'ont connues les pratiques sociales et financières ont sans conteste ébranlé la construction sociétaire. Le capitalisme naissant du début du XIX<sup>ème</sup> siècle contenait déjà les prémices des inadaptations qui allaient peu à peu se faire jour. La petite société de commerçants, organisée autour de l'idée de *jus fraternitatis*, n'était d'évidence pas la société de capitaux dans laquelle les actions ne sont souvent considérées qu'en raison de leur valeur, indépendamment des

---

<sup>2818</sup> V. récemment, P. LE CANNU, « Monsieur de Saint-Janvier ou le dépouillement de l'article 1832 du Code civil », *Bull. Joly* 2012, p. 672 ; J.-J. DAIGRE, « Le droit des sociétés, droit technique ? », *Bull. Joly* 2012, p. 685.

prérogatives qu'elles confèrent. Et cela ouvrirait la voie à des pratiques que les rédacteurs du Code civil puis du Code de commerce n'avaient pas envisagées. L'essor des marchés financiers, leur internationalisation, la sophistication des produits financiers, ont constitué le terreau nécessaire à leur épanouissement. À cela, s'est ajoutée une évolution incontestable des mentalités, s'inscrivant dans ce qui a été dénommé la « *société du risque* »<sup>2819</sup>. La couverture du risque subi a été perçue comme un enjeu par des opérateurs auxquels les marchés financiers ont offert des opportunités nouvelles<sup>2820</sup>.

Corriger les imperfections de la construction sociétaire sans l'affaiblir d'avantage invitait ainsi à renouer avec les éléments qui en constituent l'essence et à délaisser les procédés de pure technique dont la pertinence s'est érodée au fil du temps. Il s'agit ainsi de « *substituer [des] éléments, vraiment substantiels de la vie du droit, [des] motifs moraux, psychologiques, économiques, politiques et sociaux, qui animent le monde juridique* » aux « *notions techniques abstraites, froides et vides de réalité féconde* »<sup>2821</sup>.

---

<sup>2819</sup> U. BECK, *La société du risque, ouvr. préc.*

<sup>2820</sup> Relevons à cet égard que le droit des sociétés n'est pas le seul domaine affecté par de telles pratiques, lorsqu'il y est fait recours à grande échelle. Il a notamment été relevé qu'elles pouvaient avoir un effet dommageable sur le comportement vis-à-vis de son débiteur du créancier qui aurait couvert le risque lié au non-paiement. Un premier exemple peut en être trouvé dans les travers engendrés par la titrisation qui permet à des prêteurs de se départir des risques attachés aux actifs qu'ils titrisent, travers qui se sont fait jour à l'occasion de la crise des *subprimes*. Ils ont incité les autorités européennes à imposer aux initiateurs (ou sponsors) des programmes de titrisation, l'obligation de conserver à leur charge une partie du risque (Directive 2009/111/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre modifiant les directives 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2007/64/CE en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises ; directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice). Une seconde illustration réside dans la pratique consistant pour un créancier à participer aux consultations de créanciers en période de procédure collective, tout en s'exonérant de tout risque, par recours notamment à des *credit default swaps*. Celle-ci fait l'objet d'une attention de plus en plus soutenue aux États-Unis (sur cette question, dans les domaines juridique et économique : N. ASPELI et K. IDEN, *The Empty Creditor Hypothesis*, Master Thesis in Financial Economics, sous la dir. C. Bienz, 2010, disponible sur le site [www.brage.bibsys.no](http://www.brage.bibsys.no) ; P. BOLTON et M. OEHMKEZ, « Credit Default Swaps and The Empty Creditor Problem », *Review of Financial Studies* 2011, n° 8, 24 ; H. HU et B. BLACK, « Debt, Equity, and Hybrid Decoupling : Governance and Systemic Risk Implications », *art. préc.* et « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *art. préc.* ; S. M. KIDDER, « What's Your Position ? Amending The Bankruptcy Disclosure Rules To Keep Pace With Financial Innovation », 58 *UCLA L. Rev.* 2011, 803 ; S. J. LUBBEN, « Credit Derivatives & The Future of Chapter 11 », *Am. Bankr. L.J.* 2007, vol. 84, n° 4, p. 405).

<sup>2821</sup> F. GENY, *Méthode D'interprétation et sources en droit privé positif, ouvr. préc.*, n° 69.







## BIBLIOGRAPHIE

### TRAITES, MANUELS ET OUVRAGES GENERAUX

- ATIAS (CH.), *Droit civil, Les biens*, 11<sup>ème</sup> éd., Litec, 2011
- AUBRY (CH.) et RAU (CH.), par PONSARD (A.), *Droit civil français*, t. 8, *Régimes matrimoniaux*, 7<sup>ème</sup> éd., Librairies techniques, 1973
- AUCKENTHALER (F.), *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004
- AYNES (L.) et CROCQ (P.), *Les sûretés, la publicité foncière*, 5<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 2011
- BAINBRIDGE (S. M.), *Corporate Law*, Foundation Press, 2<sup>ème</sup> ed., 2009
- BEIGNIER (B.), *Manuel de droit des régimes matrimoniaux*, Puf, 2003
- BENABENT (A.), *Les obligations*, 13<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2012
- BENABENT (A.), *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, 9<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011
- BERGEL (J.-L.), *Méthodologie juridique*, Puf, 2001
- BERGEL (J.-L.), *Théorie générale du droit*, 5<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012
- BERGEL (J.-L.), BRUSCHI (M.) et CIMAMONTI (S.) (sous la dir. de J. Ghestin), *Traité de droit civil – Les biens*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2010
- BERTHELEMY (H.), *Traité élémentaire de droit administratif*, 9<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1920
- BIGOT (sous la direction de) (J.), BEAUCHARD (J.), HEUZE (V.), KULLMANN (J.), MAYAUX (L.), NICOLAS (V.) (avec la collaboration de), *Traité de droit des assurances – Le contrat d'assurance*, t. 3, LGDJ, 2002
- BONNEAU (T.), *Droit bancaire*, 9<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011
- BONNEAU (T.) et DRUMMOND (F.), *Droit des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Economica, 2010
- CABRILLAC (M.), MOULY (C.), CABRILLAC (S.) et PETEL (P.), *Droit des sûretés*, 9<sup>ème</sup> éd., Litec, 2010
- CARBONNIER (J.), *Droit civil*, t. 1, *Les personnes*, 21<sup>ème</sup> éd., Puf, 2000
- CARBONNIER (J.), *Droit civil*, t. 2, *Les biens, les obligations*, 19<sup>ème</sup> éd., Puf, 2004
- CARBONNIER (J.), *Droit civil*, t. 3, *Les biens*, 19<sup>ème</sup> éd., Puf, 2000
- CHARVERIAT (A.), *Mémento cession de parts et d'actions*, Ed. Francis Lefebvre, 2012
- CHARVERIAT (A.), COURET (A.) et MERCADAL (B.), *Mémento sociétés commerciales*, Ed. Francis Lefebvre, 2012
- COPPER ROYER (E.), *Traité des sociétés anonymes*, 4<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1931
- COPPER ROYER (E.) et fils, *Traité des sociétés anonymes*, t. 1, Sirey, 1938
- COPPER ROYER (E.) et fils, *Traité des sociétés anonymes*, t. 2, Sirey, 1939
- COURET (A.), LE NABASQUE (H.), COQUELET (M.-L.), GRANIER (T.), PORACCHIA (D.), RAYNOUARD (A.), REYGROBELLET (A.), et ROBINE (D.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012
- COURET (A.), LE NABASQUE (H.), COQUELET (M.-L.), GRANIER (T.), PORACCHIA (D.), RAYNOUARD (A.), REYGROBELLET (A.), et ROBINE (D.), *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012
- COZIAN (M.), VIANDIER (A.) et DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, 25<sup>ème</sup> éd., LexisNexis, 2012
- CUNNINGHAM (R. A.), STOEBOCK (W. B.) et WHITMAN (D. A.), *The law of property*, 2<sup>ème</sup> ed., West publishing Co, 1993
- DABIN (J.), *Théorie générale du droit*, Dalloz, 1969
- DECOCQ (A.) et DECOCQ (G.), *Droit de la concurrence – Droit interne et droit de l'Union européenne*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2012
- DE JUGLART (M.) et IPPOLITO (B.), *Droit commercial*, t. 2, Montchrestien, 1970
- DELANGLE (CL.-A.), *Commentaire sur les sociétés commerciales*, Joubert, 1843

DIDIER (P.), *Droit commercial*, t. 2, *L'entreprise en société – Les groupes de sociétés*, 3<sup>ème</sup> éd., Puf, 1993

DIDIER (P.), *Droit commercial*, t. 3, *La monnaie – Les valeurs mobilières – Les effets de commerce*, Puf, 1999

DIDIER (P.) et DIDIER (PH.), *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Economica, 2011

DOMAT (J.), *Les lois civiles dans leur ordre naturel*, t. 1, Paris, 1777

ESCARRA (J.), *Cours de droit commercial*, Sirey, 1952

ESCARRA (J.), ESCARRA (E.) et RAULT (J.), *Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 3, Sirey, 1955

FOUREIX (M.), *Traité des sociétés commerciales*, Marescq et Dujardin, 1856

GARNIER-DESCHENES (E.-H.), *Traité élémentaire du notariat*, 1808

GAUDEMET (E.), publiée par DESBOIS (H.) et GAUDEMET (J.), *Théorie générale des obligations*, Réimpression de l'édition publiée en 1937, Sirey, 1965

GHESTIN (J.) et DESCHE (B.), *Traité des contrats, La vente*, LGDJ, 1990

GUYON (Y.), *Droit des affaires*, t. 1, 12<sup>ème</sup> éd., Economica, 2003

GUYON (Y.), *Droit des affaires*, t. 2, 9<sup>ème</sup> éd., Economica, 2003

GUYON (Y.) (sous la dir. de J. Ghestin), *Traité des contrats, Les sociétés, Aménagements statutaires et conventions entre associés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2002

HALPERIN (J.-L.), *Histoire du droit de biens*, Economica, 2008

HAMEL (J.) et LAGARDE (G.), *Traité de droit commercial*, t. 1, Dalloz, 1954

HAMEL (J.), LAGARDE (G.) et JAUFFRET (A.), *Droit commercial*, t. 1, 2<sup>ème</sup> vol., *Sociétés - Groupements d'intérêt économique - Entreprises publiques*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1980

HAZEN (T. L.), *Treatise on the law of securities regulation*, 6<sup>ème</sup> éd., West, 2009

HEMARD (J.), TERRE (F.) et MABILAT (P.), *Sociétés commerciales*, t. 2, Dalloz, 1974

HILAIRE (J.), *Introduction historique au droit commercial*, Puf, 1986

HOUPIN (C.) et BOSVIEUX (H.), *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations*, t. 1, 7<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1935

HOUIN (R.) et BOULOC (B.), *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1976

HULL (J.), Édition française dirigée par P. ROGER avec CH. HENOT et L. DEVILLE, *Options, futures et autres actifs dérivés*, 6<sup>ème</sup> éd., Pearson Education, 2007

JACQUEMONT (A.), *Droit des entreprises en difficulté*, 7<sup>ème</sup> éd., Litec, 2011

LAMBERT-FAIVRE (Y.) et LEVENEUR (L.), *Droit des assurances*, 12<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2005

LARROUMET (C.), *Droit civil, Les biens – Droits réels principaux*, t. 2, 5<sup>ème</sup> éd., Economica, 2006

LE CANNU (P.) et DONDERO (B.), *Droit des sociétés*, 4<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2012

LEGEAIS (D.), *Sûretés et garanties de crédit*, 8<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2011

LOCRE (J.-G.), *Esprit du Code de commerce*, t. 1<sup>er</sup>, Dufour, 1829

LOSS (L.), SELIGMAN (J.) et PAREDES (T.), *Securities regulation*, 4<sup>ème</sup> éd., Wolters Kluwer, 2001

LYON-CAEN (CH.) et RENAULT (L.), *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 1<sup>ère</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1926

LYON-CAEN (CH.) et RENAULT (L.), *Traité de droit commercial*, t. 2, *Des sociétés*, 2<sup>ème</sup> partie, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1929

MALAURIE (PH.), AYNES (L.) et GAUTIER (P.-Y.), *Les contrats spéciaux*, 6<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 2012

MALAURIE (PH.), AYNES (L.) et STOFFEL-MUNCK (PH.), *Les obligations*, 5<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 2011

MALINVAUD (PH.) et FENOUILLET (D.), *Droit des obligations*, 11<sup>ème</sup> éd., Litec, 2010

MARTY (G.) et RAYNAUD (P.), *Les régimes matrimoniaux*, 2<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1985

MARTY (G.), RAYNAUD (P.) et JESTAZ (PH.), *Droit civil – Les sûretés, la publicité foncière*, Sirey, 1987

MENJUCQ (M.), *Droit international et européen des sociétés*, 3<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2011

MERLE (PH.) et FAUCHON (A.), *Droit commercial, Sociétés commerciales*, 15<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2012

MESTRE (J.) et VELARDOCCIO (D.), *Lamy Sociétés commerciales*, éd. Lamy, 2012

MOLINIER (J.-V.), *Traité de droit commercial*, t. 2, Joubert, 1846

OHL (D.), *Droit des sociétés cotées*, 3<sup>ème</sup> éd., Litec, 2008

PARDESSUS (J.-M.), *Cours de droit commercial*, t. 3, 6<sup>ème</sup> éd., H. Plon, 1857

PARDESSUS (J.-M.), *Cours de droit commercial*, t. 4, 5<sup>ème</sup> éd., Nève, 1841

PERSIL (E.), *Des sociétés commerciales*, Delaunay, 1833

PETTET (B.), *Company law*, 2<sup>ème</sup> éd., Longman Law Series, 2005

PESCATORE (P.), *Introduction à la science du droit*, Deuxième réimpression de l'ouvrage édité en 1960, Bruylant, 2009

PIC (P.), *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 1, 2<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1924

PIC (P.), *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 2, Rousseau, 1911

PIC (P.), *Traité général théorique et pratique de droit commercial, Des sociétés commerciales*, t. 3, Rousseau, 1924

PICARD (M.) et BESSON (A.), *Les assurances terrestres – Le contrat d'assurance*, t. 1, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1982

PLANIOL (M.), *Traité élémentaire de droit civil*, t. 1, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1908

PLANIOL (M.) et RIPERT (G.), par R. SAVATIER avec le concours de J. SAVATIER, *Traité de droit civil français*, t. 1, *Les personnes*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1952

PLANIOL (M.) et RIPERT (G.), par HAMEL (J.), GIVORS (F.) et TUNC (A.), *Traité pratique de droit civil français*, t. 10, *Contrats civils*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1956

PLANIOL (M.) et RIPERT (G.), par ROUAST (A.) et SAVATIER (R.), *Traité pratique de droit civil français*, t. 11, *Contrats civils*, LGDJ, 1932

PONT (P.), *Commentaire-traité des sociétés civiles et commerciales*, t. 2, Delamotte fils et Cie, 1880

POTHIER (R.-J.), *Traité du contrat de société, Traité de droit civil et de jurisprudence française*, 1781

RIPERT (G.) et ROBLOT (R.), par DELEBECQUE (PH.) et GERMAIN (M.), *Droit commercial*, t. 2, 17<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2004

RIPERT (G.) et ROBLOT (R.), par GERMAIN (M.) et avec le concours de MAGNIER (V.), *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 2, 20<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2011

RAULT (J.), *Traité des parts de fondateur*, préf. Ch. Lyon-Caen, LGDJ, 1930

ROUSSEAU (R.), *Traité théorique et pratique des sociétés commerciales*, éd. A. Rousseau, 1902

SAVATIER (R. et J.) et LELOUP (J.-M.), *Droit des affaires*, 6<sup>ème</sup> éd., Sirey, 1980

SIMLER (PH.) et DELEBECQUE (PH.), *Les sûretés, La publicité foncière*, 5<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2009

STEFANI (G.), LEVASSEUR (G.) et BOULOC (B.), *Droit pénal général*, 18<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2003

TERRE (F.) et SIMLER (PH.), *Droit civil – Les biens*, 7<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2006

TERRE (F.), SIMLER (PH.) et LEQUETTE (Y.), *Droit civil – Les obligations*, 10<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2009

THALLER (E.), *Traité élémentaire de droit commercial*, 3<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1904

THALLER (E.), Revue et mise à jour par J. PERCEROU, *Traité élémentaire de droit commercial*, t. 1, 8<sup>ème</sup> éd., Rousseau, 1931

THÉRY (PH.), *Sûretés et publicité foncière*, 2<sup>ème</sup> éd., Puf, 1998

TOULLIER (C.-B.-M.), *Le droit civil français suivant l'ordre du Code*, t. 12, Warée, 1826

TROPLONG (R.-T.), *Le droit civil expliqué suivant l'ordre du Code – Du contrat de société ou commentaire des titres IX et X du Code civil*, Ad. Wahlen et compagnie, 1803

VAUPLANE (DE) (H.) et BORNET (J.-P.), *Droit de la bourse*, Litec, 1998

VERNIMMEN (P.), par QUIRY (P.) et LE FUR (Y.), *Finance d'entreprise*, Dalloz, 2010

VOGEL (L.), *Droit européen des ententes et abus de position dominante*, Lawlex, 2010

WAHL (A.), *Précis théorique et pratique de droit commercial*, Sirey, 1922

ZENATI-CASTAING (F.) et REVET (T.), *Les biens*, 3<sup>ème</sup> éd., Puf, 2008

## THESES, MONOGRAPHIES ET OUVRAGES SPECIAUX

- ALAUZET (I.), *Commentaire du Code de commerce et de la législation commerciale*, LGDJ, 1868
- ALBERT (M.), *Capitalisme contre capitalisme*, Ed. du Seuil, 1991
- ALLAIN (T.), *Actions de préférence et groupes de sociétés*, th. Rennes 1, 2012
- ALLIX (E.), *Des reports dans les bourses de valeurs*, V. Giard et E. Brière, 1900
- AMERICAN LAW INSTITUTE, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, *Uniform commercial code : official text and comments*, Thomson/ West, 2011
- ARCHAMBAULT (A.-L.), *La nature juridique des valeurs mobilières*, th. Paris 1, 1998
- ASPELI (N.) et IDEN (K.), *The Empty Creditor Hypothesis*, Master Thesis in Financial Economics, sous la dir. C. Bienz, 2010, disponible sur le site [www.brage.bibsys.no](http://www.brage.bibsys.no)
- AUBRY (M.-C.), *Le patrimoine d'affectation*, th. Paris 13, 2010
- AYNES (L.), *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Préf. Ph. Malaurie, *Economica*, 1984
- BALENSI (Y.), *Les conventions entre les sociétés commerciales et leurs dirigeants*, Préf. J. Hémar, *Economica*, 1975
- BARBIER (H.), *La liberté de prendre des risques*, Préf. J. Mestre, PUAM, 2010
- BARRIERE (F.), *La réception du trust au travers de la fiducie*, Préf. M. Grimaldi, Litec, 2004
- BARTHELEMY (J.) et alii (sous la direction de), *Le droit des groupes de sociétés*, Avant-Propos J. Paillusseau, Dalloz, 1991
- BARUCHEL (N.), *La personnalité morale en droit privé – Eléments pour une théorie*, Préf. B. Petit, LGDJ, 2004
- BECQUART (J.), *Les mots à sens multiples en Droit civil français, Contribution au perfectionnement du vocabulaire juridique*, th. Lille, 1928
- BENJAMIN (J.), *Interests in securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000
- BERENGER (B.), *Les conventions relatives au droit de vote*, th. Paris, 1946
- BERLE (A. A.), *Power without property*, Sidgwick and Jackson Limited, 1959
- BERLE (A. A.) et MEANS (G. C.), *The modern corporation and private property*, 2<sup>ème</sup> éd., Harcourt, Brace & world, 1967
- BERLIOZ (P.), *La notion de bien*, préf. L. Aynès, LGDJ, 2007
- BERR (C.), *L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales : gérance et administration des sociétés commerciales*, Préf. F. Givord, Sirey, 1961
- BLAISE (H.), *L'apport en société*, Imprimeries réunies, 1955
- BLANLUET (G.), *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français*, préf. P. Catala et M. Cozian, LGDJ, 1999
- BONNEAU (T.) et FAUGEROLAS (L.), *Les offres publiques – OPA, OPE, garantie de cours, retrait...*, Préf. J.-F. Lepetit, EFE, 1999
- BORIES (A.), *Le réméré*, th. Montpellier 1, 2004
- BOUCHER (P.), *Institutions commerciales*, Levrault, 1801
- BOULAT (P.-A.), *Le régime juridique des échanges de taux d'intérêt (swaps)*, th. Paris 2, 1987
- BOULAT (P.-A.) et CHABERT (P.-Y.), *Les swaps, technique contractuelle et régime juridique*, Masson, 1992
- BOURCART (G.), *De l'organisation et des pouvoirs des assemblées générales dans les sociétés par actions*, th. Paris, 1905
- BRAUDEL (F.), *Civilisation matérielle économie et capitalisme*, t. 3 « Le temps du monde », Armand Colin, 1979
- BUCHBERGER (M.), *Le contrat d'apport : essai sur la relation entre la société et son associé*, préf. M. Germain, éd. Panthéon-Assas, 2011
- CAFFIN-MOI (M.), *Cession de droits sociaux et droit des contrats*, Préf. D. Bureau, *Economica*, 2009
- CALANDRI (L.), *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, Préf. S. Regourd, LGDJ, 2009
- CANIVET (G.), MARTIN (D.) et MOLFESSIS (N.) (sous la dir.), *Les offres publiques d'acquisition*, Litec, 2009
- CAPOCCI (D.), *Introduction aux Hedge Funds*, Préf. G. Hübner, 2<sup>ème</sup> éd., *Economica*, 2010
- CARBONNIER (J.), *Flexible droit – Pour une sociologie du droit sans rigueur*, 10<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2001

CASTRES SAINT MARTIN-DRUMMOND (F.), *Les sociétés dites holdings*, th. Paris 2, 1993

CAUSSE (H.), *Les titres négociables : essai sur le contrat négociable*, préf. B. Teyssié, Litec, 1993

CHABERT (P.-Y.), *Les swaps*, th. Clermont-Ferrand I, 1998

CHACORNAC (J.), *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, th. Paris 2, 2012

CHAMPAUD (CL.), *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Sirey, 1962

CHAMPAUD (CL.), *Manifeste pour la doctrine de l'entreprise*, Préf. H. Bouthinon-Dumas et A. Masson, Larcier, 2011

CHAMPETIER DE RIBES-JUSTEAU (A.-L.), *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité*, Préf. J.-J. Daigre, Dalloz, 2010

CHANCE (D. C.), *Essays in derivatives*, John Wiley and sons, 1998

CHARVERIAT (A.) et COURET (A.), *Sociétés par actions simplifiée*, Dossiers Pratiques Francis Lefebvre, 2001

CHENEDE (F.), *Les commutations en droit privé – Contribution à la théorie générale des obligations*, préf. A. Ghozi, Economica, 2008

CHESNELONG (P.), *Le droit de vote dans les assemblées générales des sociétés par actions*, Impr. Saint-Cyprien, 1924

COCHET (D.), *Le droit aux bénéfices des associés*, th. Paris 2, 2002

CONSTANTIN (A.), *Les rapports de pouvoir entre actionnaires*, th. Paris 1, 1998

CORDONNIER (P.), *De l'égalité entre actionnaires*, éd. Rousseau, 1924

COUARD (J.), *L'entreprise congréganiste en droit des affaires*, Préf. Ph. Le Tourneau, Defrénois, 2010

COULOMBEL (P.), *Le particularisme de la condition juridique des personnes morales de droit privé*, Préf. P. Durand, Langres Imprimerie moderne, 1950

COUPET (L.), *L'action en justice des personnes morales de droit privé*, th. Aix-Marseille 3, 1974

COURET (A.) et LE CANNU (P.) (sous la direction de), *Sociétés par actions simplifiée*, GLN-Joly éd., 1994

COURET (A.) et MARTIN (D.), *Les sociétés holdings*, 2<sup>ème</sup> éd., Puf, 1997

COURTOIS (P.), *Les apports dans les sociétés à responsabilité limitée*, LGDJ, 1929

COUTANT (L.), *L'évolution du droit coopératif de ses origines à 1950*, Préf. P. Ramadier, éd. Matot-Braine, 1950

CROCQ (P.), *Propriété et garantie*, préf. M. Gobert, LGDJ, 1995

CUIF (P.-F.), *Le contrat de gestion*, Préf. L. Aynès, Economica, 2004

CUISINIER (V.), *L'affectio societatis*, préf. A. Martin-Serf, Litec, 2008

DAGUET (P.) et PLANCHE (J.-M.), *Les émissions d'actions et d'obligations*, Economica, 1994, p. 191

DAIGRE (J.-J.) et SENTILLES-DUPONT (M.), *Pactes d'actionnaires*, GLN Joly éd., 1995

DANA-DEMARET (S.), *Le capital social*, préf. Y. Reinhard, Litec, 1989

DANOS (F.), *Propriété, possession et opposabilité*, préf. L. Aynès, Economica, 2007

DECOOPMAN (N.), *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, Préf. B. Oppetit, Economica, 1980

DELOZIERE - LE FUR, (A.-V.), *La compensation dite multilatérale*, Préf. A. Ghozi, Ed. Panthéon-Assas, 2003

DEXANT – DE BAILLIENCOURT (O.), *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Préf. H. Synvet, Dalloz, 2012

DIDIER (PH.), *De la représentation en droit privé*, Préf. Y. Lequette, LGDJ, 2000

DIENER (P.), *Le silence et le droit*, th. Bordeaux, 1975

DIETZ (A.), *L'associé étranger dans les sociétés françaises*, th. Paris 1, 1975

DONDERO (B.), *Les groupements dépourvus de personnalité juridique en droit privé – Contribution à la théorie de la personnalité morale*, Préf. H. Le Nabasque, PUAM, 2006

DRAIN (A.), *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières*, th. Paris 1, 2006

DU GARREAU DE LA MECHENIE (J.), *Les droits propres de l'actionnaire*, Les presses modernes, 1937

DUBERTRET (M.), *Négociabilité et possession – Essais sur l'inopposabilité des vices de la propriété mobilière*, Préf. A. Ghozi, Avant-propos P. Didier, Ed. Panthéon-Assas, 2010

DUMOULIN-MAUDUIT (L.), *Les organisations intermédiaires d'investisseurs*, Presses universitaires de la faculté de droit de Clermont-Ferrand, LGDJ, 2002

DUROUDIER (R.) et KÜHLEWEIN (R.), *La loi allemande sur les sociétés par actions (Aktiengesetz 1937)*, Préf. A. François-Poncet, Sirey, 1954

- FAVOREU (L.) et PHILIP (L.), avec la collaboration de P. GAÏA, R. GHEVONTIAN, F. MELIN-SOUCRAMANIEN et A. ROUX, *Les grandes décisions du Conseil constitutionnel*, 16<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2011
- FAVRE (P.), *La décision de majorité*, Presses de la fondation nationale des sciences politiques, 1976
- FONTAINE (M.) et VINEY (G.) (sous la direction de), *Les sanctions de l'inexécution des obligations contractuelles – Etudes de droit comparé*, Bruylant, LGDJ, 2001
- FORGUES (F.), *L'actionnaire indirect*, th. Paris 1, 2002
- GAILLARD (E.), *La société anonyme de demain – La théorie institutionnelle et le fonctionnement de la société anonyme*, 2<sup>ème</sup> éd., impr. P. Ferréol, 1934
- GARREAU DE LA MECHENIE (DU) (J.), *Les droits propres de l'actionnaire*, Les presses modernes, 1937
- GASTAUD (J.-P.), *Personnalité morale et droit subjectif*, Préf. J.-P. Sortais, LGDJ, 1977
- GAUDEMET (A.), *Les dérivés*, Préf. H. Synvet, Economica, 2010
- GENTILI, *Les transferts momentanés de titres* (CH.), th. Université Jean Moulin Lyon 3, 1996
- GENY (F.), *Méthode d'interprétation et sources en droit privé positif : essai critique*, Préf. R. Saleilles, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1954
- GENY (F.), *Science et technique en droit privé positif*, t. 3, Sirey, 1921
- GODE (P.), *Volonté et manifestations tacites*, Préf. J. Patarin, Puf, 1977
- GODON (L.), « Des actionnaires, des dirigeants et des salariés de sociétés anonymes », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 433
- GOODMAN (A. L.), OLSON (J. F.) et FONTENOT (L. A.), *A Practical Guide to SEC Proxy and Compensation Rules*, 5<sup>ème</sup> éd., Aspen, 2007
- GOUTAY (PH.), *Le transfert de propriété des titres cotés*, th. Paris 9, 1997
- GRANOTIER (J.), *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, th. Paris 2, 2009
- GROLOUS (H.), *La Compagnie française des Indes orientales de 1664*, Rousseau, 1911
- GRUSON (P.), *Le MATIF – Mécanismes des contrats à terme*, Dunod, 1991
- GUENZOU (Y.), *La notion d'accord en droit privé*, th. Cergy-Pontoise, 2007
- GUYON (Y.), *Aménagements statutaires et conventions entre associés*, 5<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 2002
- HALLOUIN (J.-C.), CAUSSE (H.) et MONNET (J.) (Etudes réunies par), *La location d'actions et de parts de SARL*, Université de Poitiers, LGDJ, 2008
- HAMELIN (J.-F.), *Le contrat-alliance*, th. Paris 2, 2010
- HILAIRE (J.), *Introduction historique au droit commercial*, Puf, 1986
- HILAIRE (J.), *Le Droit, Les Affaires et l'Histoire*, Economica, 1995
- HOANG (P.), *La protection des tiers face aux associations, Contribution à la notion de « contrat-organisation »*, préf. P. Didier, Ed. Panthéon-Assas, 2002
- HUDSON (A.), *The law on financial derivatives*, Thomson - Sweet & Maxwell, 2006
- HULL (J.), Édition française dirigée par P. ROGER avec CH. HENOT et L. DEVILLE, *Options, futures et autres actifs dérivés*, 6<sup>ème</sup> éd., Pearson Education, 2007
- JARROSSON (C.), *La notion d'arbitrage*, Préf. B. Oppetit, LGDJ, 1987
- JOLY-DESCAMPS (A.), *La protection des actionnaires dans les sociétés cotées*, th. Paris 1, 2008
- KADDOUCH (R.), *Le droit de vote de l'associé*, ANRT, 2003
- KARYOTIS (C.), *Les systèmes de règlement-livraison européens*, Banque éditeur, 2000
- KONOPCZYNSKI (L.), *Le liberum veto*, Etude sur le développement du principe majoritaire, Champion, 1930
- IHL (O.), *Le vote*, 2<sup>ème</sup> éd., Montchrestien, 2000
- LACOMBE (J.), *Les réserves dans les sociétés par actions*, préf. R. Roblot, Ed. Cujas, 1962
- LACROIX-DE SOUSA (S.), *La cession de droits sociaux à la lumière de la cession de contrat*, Préf. M.-E. Ancel, Avant-propos L. Aynès, LGDJ, 2010
- LAMOUREUX (M.), *L'aménagement des pouvoirs du juge par les contractants – Recherche sur un possible imperium des contractants*, préf. J. Mestre, PUAM, 2006
- LARROUMET (C.), *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, th. Bordeaux, 1968
- LASSALAS (C.), *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, Préf. J. Stoufflet, PU de Clermont-Ferrand, LGDJ, 1997



- LAURIOL (M.), *La subrogation réelle*, Impr. Braconnier, 1954
- LE MAUT (Y.), *La dissociation du capital et du pouvoir dans les sociétés commerciales*, th. Paris 1, 2005
- LE NABASQUE (H.), *Le pouvoir dans l'entreprise – Essai sur le Droit D'Entreprise*, th. Rennes, 1986
- LE NABASQUE (H.), BOUSSIER (F.) et RICHEN (F.), *La transmission de l'entreprise familiale*, Dalloz, 1992
- LECENE (M.), *Les parts et actions d'une société commerciale qui appartiennent à plusieurs personnes*, th. Bordeaux 1, 1992
- LEDoux (P.), *Le droit de vote des actionnaires*, Préf. Ph. Merle, LGDJ, 2002
- LEFEBVRE-TEILLARD (A.), *La société anonyme au XIX<sup>ème</sup> siècle*, Puf, 1985
- LEQUETTE (S.), *Le contrat coopération – Contribution à la théorie générale du contrat*, Préf. Cl. Brenner, Economica, 2012
- LETELLIER (F.), *Le droit de vote de l'actionnaire*, Domat-Montchrestien, 1942
- LEVY-BRUHL (H.), *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVI<sup>ème</sup> et XVII<sup>ème</sup> siècles*, Domat-Montchrestien, 1938
- LORENZI (J.-H.), *La guerre des capitalismes aura lieu*, Perrin, 2008
- LUCAS (F.-X.), *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Préf. L. Lorvellec, LGDJ, 1997
- MARIA (P.), *Etudes sur les actions de jouissance et l'amortissement du capital dans les sociétés par actions*, avant-propos de E. Thaller, éd. A. Rousseau, 1905
- MARTIN (D.), VALUET (J.-P.) et avec la collaboration de BOMPOINT (D.), *Les offres publiques d'acquisition*, ANSA, GLN Joly éd., 1992
- MARTIN-LAPRADE (F.), *Concert et contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Préf. E. Scholastique, Avant-Propos Ph. Bissarra, Joly éd., 2007
- MASSONAUD (A.), *Les actions à vote privilégié en France et à l'étranger : les avantages de leur réglementation*, Roussau, 1930
- MATHEY (N.), *Recherche sur la personnalité morale en droit privé*, th. Paris 2, 2001
- MAZEAUD (H.), *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, Préf. G. Cohendy, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1929
- MEDJAOUI (K.), *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers – Etude juridique*, préf. Ch. Gavaldà, LGDJ, 1996
- MERCIER (V.), *L'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*, Préf. D. Poracchia, PUAM, 2005
- MICHEL (R.), *Le contrôle économique des sociétés*, Société française d'imprimerie, 1923
- MICHOUD (L.), *La théorie de la personnalité morale et son application au droit français*, t. 2, par L. Trotabas, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1924
- MILLET (FL.), *La notion de risque et ses fonctions en droit privé*, LGDJ, 2001
- MOJUVE (J.-B.), *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis*, Préf. C. Jauffret-Spinozi, LGDJ, 2005
- MONSALLIER (M.-C.), *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société*, préf. A. Viandier, LGDJ, 1998
- MORTIER (R.), *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, préf. J.-J. Daigre, Dalloz, 2003
- MOUSSERON (P.), *Les conventions sociétaires*, LGDJ, 2010
- MULLER (A.-C.), *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Préf. H. Synvet, Economica, 2007
- MUTIGNON (P.), *La représentation de l'actionnaire*, th. Paris, 1962
- NAJJAR (S.), *La gestion de portefeuille – Contribution de la notion de quasi-proprété*, th. Paris 2, 2005
- NERET (J.), *Le sous-contrat*, préf. P. Catala, LGDJ, 1979
- NICOLAS (V.), *Essai d'une nouvelle analyse du contrat d'assurance*, Préf. J. Héron, LGDJ, 1996
- NIZARD (F.), *Les titres négociables*, Préf. H. Synvet, Avant-propos J.-P. Dumas, Economica, 2003
- NOIREL (J.), *La société anonyme devant la jurisprudence moderne*, Préf. R. Roblot, Librairies techniques, 1958
- OPPETT (B.), *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963
- PAILLER (P.), *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, Préf. J.-J. Daigre, RJS éd., 2011
- PAILLUSSEAU (J.), *La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise*, préf. M.Y. Loussouarn, Sirey, 1967
- PAILLUSSEAU (J.), *La société par actions simplifiée*, éd. CNCC, janv. 2002

PAPANDREOU-DETERVILLE (M.-F.), *Le droit anglais des biens*, Préf. G. Samuel, LGDJ, 2004

PARACHKEVOVA (I.), *Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée*, Préf. J.-P. Gastaud, LGDJ, 2005

PARANCE (B.), *La possession des biens incorporels*, Préf. L. Aynès, Avant-propos F. Terré, LGDJ, 2008

PEIGNELIN (A.-S.), *L'achat par une société de ses propres titres*, th. Paris 2, 2002

PERCEROU (A.), *Lois actuelles et projets récents en matière de sociétés par actions*, éd. Rousseau, 1932

PERIN (P.-L.), *La société par actions simplifiée*, éd. Joly, 2008

PEROCHON (F.), *La réserve de propriété dans la vente de meubles corporels*, Avant-propos J.-M. Mousseron et Préf. F. Derrida, Litec, 1988

PEYRELEVADE (J.), *Le capitalisme total*, Seuil – La république des idées, 2005

PIETRANCOSTA (A.), *L'évolution du droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris 1, 1999

POITRINAL (F.-D.), *Le capital-investissement – Guide juridique et fiscal*, Préf. B. Maître, Avant-Propos O. Hassanein, Postface W. Butler, 2<sup>ème</sup> éd., Galexia éd., 2011

PONCELET (M.), *L'identification de l'associé par le droit fiscal*, th. Paris 2, 2009

PORACCHIA (D.), *La réception juridique des montages conçus par les professionnels*, Préf. J. Mestre, PUAM, 1998

POULLE (J.-B.), *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe "se conformer ou expliquer" en droit boursier*, L'Harmattan, 2011

POURQUIER (C.), *Propriété et perpétuité : essai sur le droit de propriété*, Préf. Ch. Atias, PUAM, 1997

PRAICHEUX (S.), *Le sûretés sur les marchés financiers*, Préf. A. Ghozi, Revue Banque éd., 2004

QUIEVY (J.-F.), *Anthropologie juridique de la personne morale*, Préf. D. R. Martin, LGDJ, 2009

RABREAU (A.), *L'usufruit des droits sociaux*, Préf. J. Hallouin, Litec, 2006

RAMIREZ (J.), *Handbook of Corporate Equity Derivatives and Equity Capital Markets*, Wiley, 2011

REGNAUT-MOUTIER (C.), *La notion d'apport en jouissance*, Préf. J. Prieur, LGDJ, 1994

RENAUDIE (I.), *La dissociation des prérogatives financières et de gouvernement dans les sociétés*, th. Paris 10, 1989

REYGROBELLET (A.), *La notion de valeur mobilière*, th. Paris 2, 1995

RIASSETTO (I.), *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, th. Strasbourg 3, 1999

RIASSETTO (I.) et STORCK (M.), *OPCVM*, Joly éd., 2002

RIPERT (G.), *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2<sup>ème</sup> éd., LGDJ, 1951

ROBINE (D.), *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, Préf. P. Le Cannu, LGDJ, 2003

ROBLOT (R.), *La dématérialisation des valeurs mobilières*, ANSA, 1984

ROBLOT (R.) par M. GERMAIN et C. PENICHON, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières*, ANSA, 2003

ROCHFELD (J.), *Les grandes notions du droit privé*, Puf, 2011

ROGIER (S.), *De la mise en gage des créances en droit français*, th. Paris, 1929

ROUJOU DE BOUBÉE (G.), *Essai sur l'acte juridique collectif*, Préf. G. Marty, LGDJ, 1961

ROUSSILLE (M.), *La compensation multilatérale*, Préf. J. Béguin, Avant-Propos J.-J. Daigre, Dalloz, 2006

ROYAL (H.), *Société civile de portefeuille*, Préf. A. Metternich, EFE, 2000

RUELLAN (C.), *La loi de la majorité dans les sociétés commerciales*, th. Paris 2, 1997

SALEILLES (R.), *De la personnalité juridique*, éd. La mémoire du droit, Réimpression de l'édition de 1910, 2003

SALEILLES (R.), *Les accidents de travail et la responsabilité civile : essai d'une théorie objective de la responsabilité délictuelle*, Rousseau, 1897

SARRADIN (P.), *L'associé et son croupier*, th. Paris, 1970

SAUTAI (P.), *L'usufruit de valeurs mobilières*, Dalloz, 1925

SCHLUMBERGER (E.), *Les contrats préparatoires à l'acquisition de droits sociaux*, th. Paris 1, 2011

SCHMIDT (D.), *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, Préf. J.-M. Bischoff, Sirey, 1970

SCHMIDT (D.), *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Joly, 2004

SENN (J.-P.), *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, Préf. M. Roblot, LGDJ, 1958

SERVAIS (D.) (sous la dir.), *Intégration des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Ed. de l'Université de Bruxelles, 2007

SIMONNET (M.), *Le nantissement de parts dans les sociétés en nom collectif*, th. Paris 1, 1981

SOLUS (H.), *La réforme du droit des sociétés par les décrets-lois de 1935 et 1937*, Paris, 1938

SOTIROPOULOU (A.), *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, Préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, 2012

SOUMRANI (P.), *Le portage d'actions*, préf. B. Oppetit, LGDJ, 1996

SYNVET (H.), *L'organisation juridique du groupe international de sociétés*, th. Rennes 1, 1979

TACQUET (A.), *La réserve légale dans les sociétés anonymes*, th. Paris, 1925

TADROS (A.), *La jouissance des titres sociaux d'autrui*, th. Paris 1, 2011

TAMBOISE (A.), *Des moyens juridiques pour assurer la stabilité du contrôle dans les sociétés par actions, ou de la défense des sociétés par actions contre les immixtions étrangères ou indésirables*, Ed. A. Rousseau, 1929

TERRE (F.), *L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications*, LGDJ, 1956

TETREAU (E.), *Analyste, au cœur de la folie financière*, Grasset, 2005

THEVENOZ (L.), *Trusts en Suisse : Adhésion à la Convention de La Haye sur les trusts et codification de la fiducie*, Schulthess, 2001

TEYSSIER (D.), *La régulation des marchés financiers*, th. Paris 1, 2008

TORCK (S.), *Essai d'une théorie générale des droits réels sur choses fongibles*, th. Paris 2, 2001

TREBULLE (F.-G.), *L'émission de valeurs mobilières*, Préf. Y. Guyon, Economica, 2002

VABRES (R.), *Comitologie et services financiers – Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier*, Préf. T. Bonneau, Dalloz, 2009

VAISSE (S.), *La loi de la majorité dans la société anonyme – Contribution à l'étude de la nature juridique de la société anonyme*, 1967

VEAUX-FOURNERIE (P.), *L'acquisition des ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice*, Préf. G. Houin, Sirey, 1953

VELARDOCCHIO-FLORES (D.), *Les accords extra-statutaires entre associés*, préf. J. MESTRE, PUAM, 1993

VIANDIER (A.), *La notion d'associé*, Préf. F. Terré, LGDJ, 1978

VIANDIER (A.) (sous la direction de), *La société en commandite entre son passé et son avenir*, Librairies techniques, 1983

VIANDIER (A.), *Sociétés et loi NRE*, Dossiers pratiques Francis Lefebvre, 2001

VIANDIER (A.), *OPA, OPE et autres offres publiques*, 4<sup>ème</sup> éd., Ed. Francis Lefebvre, 2010

VIDAL (J.), *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français – Le principe « Fraus omnia corrumpit »*, Préf. G. Marty, Dalloz, 1957

VIDAL (P.), *Les rapports des actionnaires et des porteurs de parts de fondateur dans les sociétés anonymes*, Ed. du Berry, 1921

VOUSIS (C.), *La distribution de dividendes fictifs – Conséquences pénales et civiles*, LGDJ, 1965

WALET (P.), *Société civile de construction vente*, GLN Joly éd., 1995

WITZ (CL.), *La fiducie en droit privé français*, préf. D. Schmidt, Economica, 1981

ZEIN, (Y.) *Les pools bancaires*, préf. Ch. Larroumet, Economica, 1998

## DICIONNAIRES

ALLAND (D.) et RIALS (S.) (sous la dir. de), *Dictionnaire de la culture juridique*, Lamy / Puf, 2003

CAMPBELL (B. H.) et GARNER (B. A.), *Black's Law Dictionary*, 8<sup>ème</sup> éd., Thomson West, 2004

CORNU (G.) (sous la dir. de), *Vocabulaire juridique*, 9<sup>ème</sup> éd., Puf, 2011

DRUON (M.) et CARRERE D'ENCAUSSE (H.) (sous la dir. de), *Dictionnaire de l'Académie française*, t. 1, 2 et 3, 9<sup>ème</sup> éd., Imprimerie nationale / Fayard, 1992, 2005 et 2011

IMBS (P.) et QUEMADA (B.) (sous la dir. de), *Trésor de la langue française : dictionnaire de la langue du XIX<sup>ème</sup> et du XX<sup>ème</sup> siècles (1789-1960)*, Gallimard, 1971-1994

RICHELET (P.), *Dictionnaire de la langue française, ancienne et moderne*, Chez J. Estienne, 1728

SMULLEN (J.) et HAND (N.), *A dictionary of finance and banking*, 3<sup>ème</sup> éd., Oxford press university, 2005

*Dictionnaire Vernimmen*, disponible sur <http://www.vernimmen.net>

## ARTICLES, CHRONIQUES ET FASCICULES

- ABALLEA (T.) et COHEN-SALMON (S.), « Le vote électronique dans les sociétés commerciales : vers une internationalisation du rôle des organes de décisions (réflexions à partir des Lois NRE et signature électronique) », *Rev. dr. aff. internationales* 2003, n° 3, p. 285
- ADELLE (J.-F.), « L'adoption de la fiducie a-t-elle remédié à la prohibition des cessions de créance en garantie de droit commun », *Rev. dr. banc.* mars 2007, p. 48
- ADLER (K.), « La transmission irrévocable du pouvoir et du droit de vote attaché aux actions », *Annales de droit commercial* 1924, p. 291
- AGBAYISSAH (S.), « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés – Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », *JCP éd. E* 1996, chron. 603
- AGBAYISSAH (S.), « Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », in *Mélanges AEDBF*, t. 2, Banque éd., 1999, p. 15
- AGLIETTA (M.) et RIGOT (S.), *La localisation des hedge funds en Europe et son impact sur les politiques réglementaires – Hedge funds, marchés financiers et régulation*, janv. 2009, disponible sur <http://www.amf-france.org>
- AÏDAN (P.), « La communautarisation du droit des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* mars-avr. 2002, n° 2, p. 79
- AIT EL HADJ (K.), « American depositary receipts : of unsponsored programs and deregulation : the gilded age of depositaries has come », *RTDF* 2008, n° 4, p. 70
- ALFANDARI (E.), « Loi du 13 juillet 1992. Statut des parts émises par les coopératives », *RTD com.* 1993, p. 120
- ALFANDARI (E.), « L'entreprise non capitaliste existe-t-elle encore en France ? », in *Mélanges M. Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 17
- ALLEGAERT (V.), « De la propriété des valeurs mobilières », *Bull. Joly* 2005, p. 339
- ALLOUCHE (R.), « Opérations de pension livrée – impact de l'ouverture d'une procédure collective », *Banque et droit* juill.-août 1991, n° 18, p. 133
- AMIAUD (A.), « L'affectio societatis », *Mélanges A. Simonius*, Ed. Helbing & Lichtenhahn, 1955, p. 1
- AMIAUD (A.), « L'évolution du droit des sociétés par actions », in *Etudes offertes à G. Ripert*, t. 2, LGDJ, 1950, p. 287
- AMICO (T.) et TOUCH (M.), « L'empty voting », *Rev. dr. banc. fin.* oct. 2008, p. 7
- ARSOUZE (CH.), « Marchés financiers, applications, négociations de blocs après la directive MIF », *Bull. Joly* 2008, p. 4223
- ARSOUZE (CH.) et LEDOUX (P.), « Le vote des actionnaires non résidents », *Bull. Joly* 2004, n° 8, p. 1065
- ARTZ (J.-F.), « Action », *Rép. Dalloz sociétés*, juin 2002
- ASSAYA (L.), « Validité des opérations d'equity swap au regard de la prohibition des pactes léonins », *Banque et droit* mars-avr. 2002, n° 52, p. 25
- ATIAS (CH.), « Ouverture », *Destins du droit de propriété*, *Revue Droits* 1985, n° 1, p. 5
- ATIAS (CH.), « La distinction du patrimonial et de l'extra-patrimonial et l'analyse économique du droit », *RJJ* 1987, p. 477
- AUCKENTHALER (F.), « Les incertitudes juridiques de la pension livrée », *JCP éd. E* 1991, I, 42
- AUCKENTHALER (F.), « Les transferts temporaires de titres », *RJDA* 1993, n° 4, p. 243
- AUCKENTHALER (F.), « La pension après la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », *Banque et droit* juill.-août 1998, n° 60, p. 11
- AUCKENTHALER (F.), « La pension, le prêt de titres et la loi sur les nouvelles régulations économiques », *Bull. Joly Bourse* 2002, p. 387
- AUCKENTHALER (F.), « Pension et prêt de titres : quelques incidences de la loi sur les nouvelles régulations économiques », *Banque et Droit* mai-juin 2002, n° 83, p. 13

- AUCKENTHALER (F.), « Le gage de compte d'instruments financiers après l'ordonnance du 24 février 2005 », *JCP éd. E* 2005, n° 48, p. 1728
- AUCKENTHALER (F.), « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », *JCP éd. E* 2005, n° 43, p. 1519
- AUCKENTHALER (F.), « Les prêts de titres », *J.-Cl. sociétés*, fasc. 2125, mai 2012
- AUCKENTHALER (F.), « Vente à réméré », *J.-Cl sociétés traité*, fasc. 2122, juin 2012
- AUCKENTHALER (F.), « Pension », *J.-Cl. Sociétés fasc. 2123*, mai 2012
- AUGER (B.), « Le nouveau régime des actions à vote plural », *Rev. sociétés* 1933, p. 213
- AYNES (L.), « Usufruit et droit d'usage des actions de société », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 593
- AYNES (L.), « La cession de créance à titre de garantie : quel avenir ? », *Dr. et patrimoine* avr. 2007, p. 961
- AYNES (L.), « Introduction de la fiducie en droit français », *RLDC* mai 2009, p. 63
- AYNES (L.), « Le régime juridique de la fiducie », *Lamy dr. civil* mai 2009, p. 67
- AYNES (L.) et CROCQ (P.), « La fiducie préservée des audaces du législateur », *D.* 2009, p. 2559
- AYNES (L.) et KOLIFRATH (G.), « Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. aff.* 1998, p. 1573
- BAFFOY (G.), « L'usage de la tontine en droit des sociétés », *JCP éd. N* 2003, n° 29, 1029
- BAINBRIDGE (S. M.), « The case for limited shareholder voting rights », *UCLA Law Review* 2006, vol. 53, p. 601
- BAJ (CL.), « La cessibilité du droit de vote », Colloque *Où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées* du 23 mai 1996, *Cab. du dr. entr.* 1996, n° 4, p. 1
- BALANDA (DE) (J.-B.) et BOURABIAT (F.), « Fiducie et finance islamique », *Dr. et patrimoine* 2010 mai 2010, n° 112, p. 84
- BALLOT-LENA (A.), « Les actes non decisioires de l'AMF. Quand le "droit mou" s'endurcit. », in *Colloque « Le droit mou. Une concurrence faite à la loi ? »*, Centre de Droit civil des Affaires et du Contentieux Économique de l'Université de Paris X-Nanterre (CEDCACE), codirigé par E. Claudel et B. Thullier, nov. 2004, disponible sur [www.glose.org](http://www.glose.org)
- BALLOT-LENA (A.), « L'usufruitier de droits sociaux : un statut sui generis ? », *Dr. sociétés* 2010, n° 6, p. 5
- BANDRAC (M.) et DOM (J.-PH.) (avec la collaboration de Landwell et associés), *Loi NRE et autres réformes – Réflexions et solutions pratiques en droit des sociétés*, Préf. Ph. Marini, Ed. Joly, 2002
- BARADERIE (D.), « Le nantissement judiciaire des droits d'associé et des valeurs mobilières », *Gaz. Palais* 1993, 2, Doctr. p. 910
- BARANGER (G.), « Le nantissement conventionnel des parts de sociétés commerciales », *RJDA* 2007, p. 562
- BARBIER (M.) et LE NABASQUE (H.), « Les clauses léonines », *Dr. sociétés, Act. prat.* sept.-oct. 1996, n° 29
- BARBIERI (J.-F.), « Cession de parts sociales et garantie due au cessionnaire : droit commun de la vente ou droit spécial de la cession de créance ? », *Bull. Joly* 1994, p. 800
- BARBIERI (J.-F.), « Retour sur les sanctions de l'abus de minorité », in *Mélanges D. Schmidt*, Joly éd., 2005, p. 51
- BARDOUL (J.), « Les apports en industrie dans les sociétés civiles professionnelles », *Rev. sociétés* 1973, p. 413
- BARET (C.) et ENDREO (G.), « Les actions de préférence dans les sociétés cotées : de la déception à l'espoir », *Act. prat. ing. soc.* 2008, n° 102, p. 16
- BARRIERE (F.), « L'intermédiation d'actions », *Bull. Joly* 2003, p. 513
- BARRIERE (F.), « La dissociation du droit de vote et de la qualité d'actionnaire, confirmation d'une révolution juridique par la voie réglementaire : les record dates », *Bull. Joly* 2007, p. 279
- BARRIERE (F.), « Commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 », *Bull. Joly* 2007, p. 440 et p. 555
- BARRIERE (F.), « Fiducie », *Rép. civ. Dalloz*, janv. 2008, mise à jour déc. 2010
- BARRIERE (F.), « La fiducie-sûreté », *JCP éd. E* 2009, n° 36, 1808

- BARRIERE (F.), « Les prises de participation rampantes à l'heure des swaps », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Merle*, à paraître
- BASDEVANT (F.) et MARTIN LAPRADE (F.), « L'attribution gratuite d'actions », *Act. prat. et ing. soc.* janv.-févr. 2012, p. 3
- BATIFFOL (H.), « Problèmes contemporains de la notion de biens », in *Archives de philosophie du droit, Les bines et les choses*, t. 24, Sirey, 1979, p. 9
- BEBCHUK (L. A.) et HART (O.), « Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control », *Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 336*, disponible sur <http://papers.ssrn.com>
- BEBCHUK (L. A.) et KAHAN (M.), « A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests », *Cal. L. Rev.*, 1990, Vol. 78, 1071-1136
- BEBCHUK (L.A.), KRAAKMAN (R.) et TRIANTIS (G.G.), « Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights », *NBER Working paper n° W6951*, févr. 1999, disponible sur : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=147590](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590)
- BECQUART (A.), « La notion de membre d'une association », *Juris associations* 1998, n° 175, p. 24
- BEL (P.), *Le groupement des parts bénéficiaires et la loi du 23 janvier 1929*, Impr. A. Rey, 1929
- BELIFANTI (T. C.), « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry : The Case for Increased Oversight and Control », spring 2009, disponible sur <http://ssrn.com/abstract=1557744>
- BENABENT (A.), « Observations finales », in *L'aléa*, Journées nationales de l'association Capitant, t. 14, Le Mans, Dalloz, 2010, p. 97
- BERDOU (A.), « L'identification des actionnaires des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », *Act. prat. et ing. soc.* janv.-févr. 2012, p. 28
- BERDOU (A.), « Mieux encadrer "l'empty voting" », *Dr. sociétés* 2011, n° 11, p. 3
- BERGEL (J.-L.), « Différence de nature (égale) différence de régime », *RTD civ.* 1984, p. 255
- BERGEL (J.-L.), « Une approche économique de la propriété en droit privé », *RRJ* 2008-5, p. 2501
- BERMOND DE VAULX (J.-M.), « Le spectre de l'affectio societatis », *JCP éd. E* 1994, I, 346
- BERR (CL. J.), « La place de la notion de contrôle en droit des sociétés », *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, I, Librairies techniques, 1974, p. 1
- BERTREL (J.-P.) et JEANTIN (M.), « Le portage d'actions », *RJDA* 1991, p. 683
- BERTREL (J.-P.), « Analyse des conventions de portage », *Dr. et patrimoine* sept. 1995, p. 38
- BERTREL (J.-P.), « Portage de droits sociaux », *Rép. Dalloz sociétés*, oct. 1995, mise à jour déc. 2010
- BERTREL (J.-P.), « Le débat sur la nature de la société », in *Mélanges A. Sayag*, Litec, 1997, p. 131
- BERTREL (J.-P.), « Ingénierie juridique : comment dissocier le pouvoir et la détention du capital dans une société ? », *Dr. et patrimoine* sept. 2001, p. 34
- BETTIS (J. C.), BIZJAK (J. M.) et LEMMON (M. L.), « Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* sept. 2001, vol. 36, p. 345
- BEUDANT (CH.), « Des caractères distinctifs de l'intérêt et de l'action en matière de sociétés », *Rev. critique* 1869, t. 34, p. 135
- BEZARD (M.-P.), « La Commission des Opérations de Bourse et le droit des sociétés », *Rev. jur. com.* 1982, p. 81
- BEZARD (P.), « L'évolution du monde financier : bilan et perspectives », *Lamy dr. aff.* 2003, n° 63
- BIEDERMANN (K.), « La fiducie liechtensteinoise inspirée du trust », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *Bull. Joby* 1991, n° 4 bis, p. 77
- BISSARA (PH.), Introduction, « L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », in « Entretiens de Nanterre 1994 », *JCP éd. E* 1994, *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 5, p. 18
- BISSARA (PH.), « L'identification des actionnaires dans la loi NRE », Journée d'étude Dalloz du 22 octobre 2002, *Bull. ANSA* déc. 2002 - févr. 2003, n° 3177
- BISSARA (PH.), « L'influence de la professionnalisation de l'actionnariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières », in *Mélanges Vasseur*, Banque éditeur, 2000, p. 11
- BISSY (DE) (A.), « Aspects fiscaux de la fiducie », *JCP éd. E* 2007, n° 17, 1165

- BLAISE (H.) et GERMAIN (M.), « Le rachat de ses actions par une société – comparaison franco-allemande », *Mélanges D. Tallon*, Société de législation comparée, 1999, p. 209
- BLANC-JOUVAN (H.) et RAUTOU (M.-F.), « Instruments financiers à terme et obligations déclaratives au titre de l'article L. 133-11 du Code de commerce », *RTDF* janv.-févr. 2009, p. 59
- BLANLUET (G.) et LE GALL (J.-P.), « La fiducie, une œuvre inachevée – Commentaires des dispositions fiscales de la loi du 19 février 2007 », *JCP éd. E* 2007, n° 36, 2059 ; *Dr. fiscal* 2007, n° 26, 676
- BLAUROCK (U.) avec le concours de CL. WITZ, « Les opérations fiduciaires en droit allemand », « Les opérations fiduciaires dans la pratique bancaire suisse », *in* « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 224
- BOLARD (G.), « Administration provisoire et mandat ad hoc : du fait au droit », *JCP éd. E* 1995, I, 509
- BOLTON (P.) et OEHMKEZ (M.), « Credit Default Swaps and The Empty Creditor Problem », *Review of Financial Studies* 2011, n° 8, 24
- BOMPOINT (D.), « La réforme des pouvoirs de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers par la loi RBF du 22 octobre 2010 », *Rev. dr. banc. fin.* mars-avr. 2011, p. 114
- BOMPOINT (D.) et TORCK (S.), « Actions de préférence : les pistes d'une réforme », *Act. prat. ing. soc.* 2008, n° 102, p. 24
- BOMPOINT (D.) et TORCK (S.), « Les offres publiques : perte de contrôle en vue », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 2, p. 138
- BONFILS (PH.), « La consomptibilité », *RRJ* 2003/1, p. 181
- BONHOMME (R.), « La dissociation des risques et de la propriété », *in Liber amicorum Jean Calais-Auloy, Etudes de droit de la consommation*, Dalloz, 2004, p. 69
- BONNEAU (T.), « La diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », *RTD civ.* 1988, p. 535
- BONNEAU (T.), « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil », *RTD civ.* 1991, p. 11
- BONNEAU (T.), « La réforme 2005 des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 694
- BONNEAU (T.), « Contrats de garantie financière – réforme opérée par l'ordonnance du 24 février 2005 », *Dr. sociétés* juin 2005, n° 6, p. 32
- BONNEAU (T.), « Incidence de la réforme MIF – Cession hors marché », *Rev. dr. bancaire* janv.-févr. 2008, p. 53
- BONNEAU (T.), « Commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *JCP éd. E* nov. 2010, 1957
- BONNEAU (T.), « Les apports de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 au secteur financier », *Dr. sociétés* janv. 2011, 1
- BONNECASE (J.), « Aperçu sur l'évolution de la structure légale des sociétés commerciales françaises de 1804 à l'heure actuelle », *Rev. sociétés* sept.-oct. 1933, p.157
- BONNET (V.), « La durée de la propriété », *RRJ* 2002-1, p. 273
- BORDONNEAU (M.), « Le séquestre de valeurs mobilières », *Dr. et patrimoine* 2001, n° 89, p. 40
- BOSSIN (J.-M.) et LEFRANC (D.), « La compensation des opérations de marché à terme », *Banque* févr. 1994, n° 545, p. 58
- BOSSIN (J.-M.) et LEFRANC (D.), « Le régime juridique des opérations de pension », *Banque et Droit* mai-juin 1995, n° 41, p. 3
- BOSTER (P.), CHANCE (D. M.) et RICH (D.), « Executive equity swaps and insider dealings », *Financial management*, 25 (summer 1996), p. 14
- BOUCHETA (H.) et GAUDEMET (A.), « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse* mai 2011, p. 339 ; « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 384
- BOUCOBZA (X.), « La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », *Mélanges AEDBF*, 1997 p. 45
- BOUERE (J.-P.) et DE VAUPLANE (H.), « Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de comptes et son client », *Bull. Joly* 1997, p. 617



BOUGNOUX (A.), « Certificats pétroliers », *J.-Cl. Sociétés traité*, fasc. 1840, avr. 2011

BOUGNOUX (A.), « Parts de fondateur ou parts bénéficiaires », *J.-Cl. sociétés*, fasc. 2010 et 2012, janv. 2008

BOUGNOUX (A.), « Sociétés en nom collectif. Parts sociales – Mutations forcées – Convention de croupier », *J.-Cl. Traités sociétés*, fasc. 59-30, fév. 2009

BOULARAN (M.), « La représentation de l'actionnaire », *JCP éd. G* 1981, I, 3037

BOULOC (B.), « Les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissement et les titres participatifs », *Rev. sociétés* 1983, p. 501

BOUVIER (E.) et BREHIER (B.), « Franchissements de seuils : calcul des instruments dérivés à dénouement monétaire », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 328

BRAV (A.) et MATHEWS (R. D.), « Empty voting and the efficiency of corporate governance », AFA 2009, San Francisco Meetings Paper, 3 févr. 2010, disponible sur <http://ssrn.com/>

BRIARD (L.-F.) et MATTOUT (J.-P.), « Les offres publiques d'acquisition : l'émergence de principes directeurs de droit boursier », *Banque et droit*, mars-avr. 1993, p. 3

BRIATTE (A.-X.), « Exercice du droit de vote, activisme en assemblée générale et cession temporaire de titres », *Les Petites aff.* 4 août 2006, n° 155, p. 4

BROCHIER (E.), « L'exécution en nature des pactes entre actionnaires : observations d'un praticien », *RDC* 2005, n° 1, p. 125

BROSSES (DE) (V.) et HAELLING (J.), « L'utilisation des moyens de télécommunication aux conseils et assemblées générales des sociétés anonymes », *Bull. Joly* 2002, p. 1089

BUCHER (F.), « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuil après la loi Breton du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly* 2005, p. 1307

BUHART (J.) et LAFONT (N.), « Franchissements de seuils – La fin du Far-West », *JCP éd. G* 2012, n° 7, p. 979

BUREAU (D.), « La loi relative aux nouvelles régulations économiques – Aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly* 2001, p. 553

BUREAU (D.), « L'altération des types sociétaires », in *Mélanges offerts à P. Didier – Etudes de droit privé*, Economica, 2008, p. 57

BURGARD (J.), « Le nantissement des parts de sociétés à responsabilité limitée », *Rev. sociétés* 1957, p. 24

BURKART (M.) et LEE (S.), *The one share - one vote debate : a theoretical perspective*, mai 2007, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>

BURKE (K.), « Le prêt de titres internationaux, un service d'avenir à forte valeur ajoutée », *Banque* 1992, p. 970

BUSSANI (M.), « Rapport général – La propriété sûreté », in *La propriété, Travaux de l'association Henri Capitant*, Société de législation comparée, 2003, p. 305

BUSSIERE (F.), « De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers », in *Mélanges D. Schmidt*, Joly, 2005, p. 109

CAILLEMER DU FERRAGE (A.), « Close-out netting & faillites internationales », in « Les garanties financières », Colloque organisé par les associations du master de droit des affaires et du master de droit bancaire et financier de l'université Panthéon-Assas, *Rev. dr. banc. et fin.* janv. 2007, dossier, p. 99

CAILLEMER DU FERRAGE (A.), « Franchissements de seuils et publicité des pactes d'actionnaires », *Rev. dr. banc. et fin.* janv.-févr. 2009, p. 35

CAILLEMER DU FERRAGE (A.) et HU (Q.), « La réglementation des dérivés et des ventes à découvert dans la LRBF », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avr. 2011, p. 102

CAILLEMER DU FERRAGE (A.) et SAUDO (C.), « Une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 58

CANIVET (G.), « La procédure de sanction administrative des infractions boursières à l'épreuve des garanties fondamentales », *RJDA* 1996, p. 423

CANTENOT (G.), « Etude de quelques conséquences du principe de la proportionnalité du droit de vote au montant du capital souscrit, posé par la loi du 13 novembre 1933 », *Rev. sociétés* mai-juin 1935, p. 145

CAPRIOLI (E.), « Le vote électronique dans les assemblées générales », *Dr. et Patrimoine* nov. 2003, n° 120, p. 93

- CARBONNIER (J.), « La mise en gage des parts d'intérêt dans les sociétés de personnes », *Rev. sociétés* 1937, p. 173
- CATALA (P.), « La transformation du patrimoine dans le droit civil moderne », *RTD civ.* 1966, p. 184
- CATHIARD (C.), « L'utilisation des moyens de télécommunication pour la préparation et la tenue des conseils et assemblées des sociétés anonymes », *JCP éd. E* 2007, 1660
- CAUSSE (H.), « Les services d'investissement », in *La modernisation des activités financières*, sous la direction de T. Bonneau, GLN Joly éd., 1996
- CAUSSE (H.), « Propos introductifs », *La location d'actions et de parts de SARL*, Etudes réunies par J.-C. Hallouin, H. Causse et J. Monnet, Université de Poitiers, LGDJ, 2008
- CAVAËR (E.) et PERROT (P.-E.), « La location de parts sociales et actions : un moyen astucieux d'acquérir une entreprise », *Bull. Joly* 2011, p. 344
- CAVALIER (G.) et SUEL (E.), *La localisation des hedge funds en France et en Grande-Bretagne et son impact sur les politiques réglementaires – Aspects juridiques et fiscaux*, juil. 2008, disponible sur <http://www.amf-france.org>
- CAVALLINI (J.), « Le juge des référés et les mandataires de justice dans les sociétés in bonis », *Rev. sociétés* 1998, p. 247
- CHAILLOUX (A.), « Les opérations de pension livrée tripartites », *Bull. Banque de France* janv. 2005, n° 133, p. 55
- CHAMPAUD (CL.), « Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », in *Prospectives du droit économique, Dialogues avec M. Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 161
- CHARLIN (J.), « Fiducie, sukuk et autres murabaha ou ijara - À propos de la finance islamique », *JCP éd. E*, 2009, n° 41, 1946
- CHARTIER (Y.), « La société dans le Code civil après la loi du 4 janv. 1978 », *JCP éd. G* 1978, I, 2917
- CHARVERIAT (A.), « De quelques difficultés relatives à la nullité d'une décision sociale irrégulière », *Rev. sociétés* 2010, p. 212
- CHASSARY (H.), « Le nantissement des parts sociales », *RTD com.* 1977, p. 435
- CHAZAL (J.-P.), « L'usufruitier et l'associé », *Bull. Joly* 2000, p. 923
- CHEDEVILLE (D.) et BURROWS (G.), « Les applications du régime nouveau de location d'actions et de parts sociales introduit par la loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », in *La location d'actions et de parts de SARL*, Etudes réunies par J.-C. Hallouin, H. Causse et J. Monnet, Université de Poitiers, LGDJ, 2008
- CHENOT (B.), « La notion de service public dans la jurisprudence économique du Conseil d'Etat », *Etudes et documents du Conseil d'Etat* 1950, p. 77
- CHOI (S.), FISCH (J.) et KAHAN (M.), « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality ? », *Emory Law Journal* vol. 59, 2010, p. 869
- CHRISTOFFERSEN (S. E. K.), GECZY (CH. C.), MUSTO (D. K.), et REED (A.V.), « Vote Trading and Information Aggregation », *ECGI Working Paper* n° 141/2007, janvier 2007, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=686026>
- CLAUDEL (E.), « Clauses léonines extra-statutaires – Les voies d'un compromis », in *Mélanges Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 183
- CLERC (C.), « Réflexions sur la démocratie actionnariale », *RTDF* 2007, n° 3, p. 88
- CLERC (C.), « Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *RTDF* 2008, n° 1, p. 15
- CLERC (C.), « L'appel public à mandat », *RTDF* 2008, n° 2, p. 44
- CLERC (C.) et LEMARIGNY (F.), « Faut-il réformer la directive transparence ? », *RTDF* 2010, n° 3, p. 20
- COCKS (L.) et DIGNAM (A.), « The end of history for Anglo-Saxon Outsider Corporate Governance : Are we all French now ? », in *Les défis actuels du droit financier*, sous la dir. de A. Couret et H. Le Nabasque, Joly éd., 2010 p. 75
- COHEN (D.), « La légitimité des montages en droit des sociétés », in *Mélanges F. Terré*, Puf-Dalloz-Litec, 1999, p. 261
- COHEN (D.), « Les conventions de vote », in *Mélanges Ch. Larroumet*, Economica, 2010, p. 97
- COHEN (J.), « Negative voting : why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », *Harvard journal on legislation* 2008, vol. 45, p. 237

CONAC (P.-H.), « La distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. sociétés* 2005, p. 67

CONAC (P.-H.), « Franchissement de seuil », *Rép. Dalloz sociétés*, mars 2011, mise à jour juin 2012

CONAC (P.-H.), « L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils », *RTDF* 2007, n° 3

CONAC (P.-H.), « Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF », *Rev. sociétés* 2009, p. 477

CONAC (P.-H.), « Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier », *Rev. sociétés* 2011, p. 589

CONAC (P.-H.), « Proposition de loi relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives adoptée par l'Assemblée nationale le 18 oct. 2011 », *Rev. sociétés* 2012, p. 59

CONAC (P.-H.), « Rapport du groupe de travail sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2012, p. 258

Conseil national du titre et du crédit, *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997

CONSTANTIN (A.), « Réflexions sur la validité des conventions de vote », in *Mélanges J. Ghestin*, LGDJ, 2001, p. 253

CORDONNIER (P.), « L'actionnaire peut-il céder son droit de vote ? », *Journ. sociétés*, 1927, p. 5

CORDONNIER (P.), « La loi du 23 janvier 1929 sur les parts bénéficiaires », *Journ. sociétés* 1929, p. 257 et s. et p. 321 et s.

COURET (A.), « Les nouveaux titres représentatifs de fonds propres », *Bull. Joly* 1986, p. 559

COURET (A.), « La loi sur l'épargne », *Bull. Joly* 1987, p. 545

COURET (A.), « L'autocontrôle », *Rev. jur. com.* nov. 1990, numéro spécial, *La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions*, n° 11, p. 55

COURET (A.), « La mise en œuvre des nouvelles dispositions sur l'autocontrôle », *Bull. Joly* 1991, p. 789

COURET (A.), « Les conventions de portage », in *Éléments d'ingénierie sociétaire*, Colloque de l'Institut de droit des affaires d'Aix-en-Provence du 28 janvier 1994, PUAM, p. 81

COURET (A.), « Les entreprises d'investissement », in *La modernisation des activités financières*, sous la direction de T. Bonneau, GLN Joly éd., 1996, p. 57

COURET (A.), « Première traduction législative de la *corporate governance* : la loi sur les fonds de pension », *D.* 1997, p. 241

COURET (A.), « Les dispositions de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant DDOEF concernant le droit des sociétés », *Bull. Joly* 1998, p. 709

COURET (A.), « ADR, EDR, nominees, trustees, partnerships, global custodians, etc. », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 555

COURET (A.), « Le rachat par une société de ses propres actions », *Deffrénois* 1999, p. 1089

COURET (A.), « Actionnaires non résidents et détention de titres sur des places étrangères : la question de l'identification de l'actionnaire réel », *Dr. et patrimoine* 2000, n° 82, p. 103

COURET (A.), « Le prêt de titres consenti par une société à un futur administrateur d'une filiale », *Bull. Joly* 2000, p. 477

COURET (A.), « Le régime des offres publiques issu de la loi sur les nouvelles régulations économiques », *D.* 2001, p. 1778

COURET (A.), « La loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE), la régulation du pouvoir dans l'entreprise », *JCP éd. E* 2001, p. 1660

COURET (A.), « La reconnaissance en droit des sociétés anonymes d'un étrange droit à la légitime défiance », in *Mélanges J. Paillusseau*, Dalloz, 2003, p. 215

COURET (A.), « Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *JCP éd. G* 2003, 1, 63

COURET (A.), « L'amélioration des droits des actionnaires », in *La loi NRE et le droit des sociétés*, Montchrestien, 2003, p. 61

COURET (A.), « La fin d'une trop longue saga : l'adoption de la 13<sup>ème</sup> directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition », in *Mélanges J. Beguin*, Litec, 2005, p. 195

COURET (A.), « Le droit de vote du point de vue de la société », Colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*

COURET (A.), « Sur quelques vicissitudes d'une sanction *a priori* exemplaire : la privation du droit de vote », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, Y. Chaput (sous la dir.), Bruylant, 2011, p. 97

COURET (A.), « Déroulement des AG de sociétés cotées : pas de "révolution" en vue », *Bull. Joly* 2012, p. 377

COURET (A.), « Déroulement des AG de sociétés cotées : pas de "révolution" en vue », *Bull. Joly* 2012, p. 377

COURET (A.) et DONDERO (B.), « La loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives – aspects de droit des sociétés », *Bull. Joly* 2012, p. 360 et p. 441

COURET (A.) et JACOMET (I.), « Les pièges des pactes d'actionnaires : questions récurrentes et interrogations à partir de la jurisprudence récente », *RJDA* 2008, n° 10, p. 951, § 4

COUSIN (A.) et ALBERT (J.), « Emissions et reventes de valeurs mobilières à destination des Etats-Unis : le droit américain et les placements privés », *Rev. dr. banc. fin.* mai-juin 2001, p. 202

COVIAUX (J.-C.), « L'achat par une société de ses propres actions », in *Dix ans de droit de l'entreprise*, Avant-Propos de J. Mousseron et B. Teyssié, Librairies techniques, Litec, 1978, p. 189

COZIAN (M.), « Du nu-propiétaire ou de l'usufruitier qui a la qualité d'associé ? », *JCP éd. E* 1994, II, 374

CROCQ (P.), « Dix ans après : l'évolution récente des propriété-garanties », in *Mélanges Michelle Gobert*, Economica, 2004, p. 347

CROCQ (P.), « La réserve de propriété », *JCP éd. G* 2006, n° 20, I, 6 ; *JCP éd. E* 2006, n° 20, p. 6

CROCQ (P.), « Le cœur du dispositif fiduciaire », *RDC* 2007, n° 40, p. 61

CROCQ (P.), « Lacunes et limites de la loi au regard du droit des sûretés », *D.* 2007, p. 1354

CUSACQ (N.), « Synopsis des récentes réformes législatives relatives au droit des marchés financiers », *Gazette du Palais* 26 octobre 2002, n° 299, p. 2

CUSACQ (N.), « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *Rev. sociétés* 2006, p. 491

DAIGRE (J.-J.), « Pacte d'actionnaires et capital-risque - Typologie et appréciation », *Bull. Joly* 1993, p. 157

DAIGRE (J.-J.), « Décisions collectives », in *Sociétés par actions simplifiée*, sous la direction d'A. Couret et P. Le Cannu, GLN-Joly éd., 1994, p. 37

DAIGRE (J.-J.), « Le droit de vote est-il encore un attribut essentiel de l'associé ? », *JCP éd. E* 1996, n° 28, p. 575

DAIGRE (J.-J.), « Le rachat par les sociétés de leurs propres actions – présentation et commentaire du rapport de M. Esambert », *Rev. dr. banc. et bourse* janv.-fév. 1998, p. 3

DAIGRE (J.-J.), « Loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », *JCP éd. E* 2001, n° 25, p. 1013

DAIGRE (J.-J.), « Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers (C. mon. et fin., art. L. 431-7, al. 1<sup>er</sup>) », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 271

DAIGRE (J.-J.), « L'aménagement du droit de vote », in Dossier spécial « La réforme des valeurs mobilière », *Rev. dr. banc. fin.* 2004, n° 5, p. 364

DAIGRE (J.-J.), « L'autodétention du capital social », in *Quel avenir pour le capital social*, sous la direction de A. Couret et H. Le Nabasque, Dalloz, 2004, p. 11

DAIGRE (J.-J.), « L'internalisation des ordres, une (petite ?) révolution en France », *Rev. dr. bancaire* 2004, n° 4, p. 231

DAIGRE (J.-J.), « Commentaire des aspects de droit des marchés financiers de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (titre IV) », *Rev. sociétés* 2005, p. 559

DAIGRE (J.-J.), « Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids, deux mesures ? », *Rev. dr. banc.* juill.-août 2005, p. 3

DAIGRE (J.-J.), « La date du transfert de propriété des instruments financiers admis sur un marché – Nouvelles perspectives de droit français », in *20 ans de dématérialisation des titres en France : bilan et perspectives*

*nationales et internationales*, sous la direction de H. De Vauplane, Rev. Banque éd., AEDBF France, 2005, p. 71

DAIGRE (J.-J.), « Du droit de vote dans les sociétés cotées », *Rev. dr. banc. fin.* juill-août 2006 p. 1

DAIGRE (J.-J.), « L'inversion des sources formelles en droit des marchés financiers », *RTDF* 2006, n° 2, p. 105

DAIGRE (J.-J.), « Les systèmes multilatéraux de négociation », *RTDF* janv. 2006, p. 119

DAIGRE (J.-J.), « Le droit des sociétés, droit technique ? », *Bull. Joly* 2012, p. 685

DAIGRE (J.-J.), BOMPOINT (D.) et BASDEVANT (F.), « La prise de contrôle rampante », *Act. prat. et ing. soc.* mai-juin 2000, p. 5

DAIGRE (J.-J.) et M. ROUSSILLE (M.), « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Dr. et patrimoine*, n° 140, 2005, p. 24

DALIOS (A.) et TADROS (A.), « La catégorisation des actionnaires, un pas de plus ou un pas de trop ? Libre propos sur les perspectives d'évolution du droit des sociétés », *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 406

DAMMANN (R.), « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », *D.* 2006, p. 1298

DAMMANN (R.) et AYNES (L.), in « Questions-débats avec la salle », sous R. DAMMANN, « Avantages et inconvénients de la fiducie en cas de procédure collective », *Rev. Lamy dr. civil* 05-2009, n° 60

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), « Le nouveau paysage du droit des sûretés : première étape de la réforme de la fiducie et du gage sans dépossession », *D.* 2008, p. 2300

DAMY (G.), « La remise en cause de la notion classique d'associé : vers une atteinte aux fondements du droit des sociétés », *Les Petites aff.* 26 juill. 2007, n° 149, p. 3

DARIOSECQ (S.), « Le pouvoir de sanction de l'AMF : évolutions importantes », *Bull. Joly Bourse* févr. 2011, p. 115

DARIOSECQ (S.) et MARTIN LAPRADE, (F.), « LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 2, p. 152

DARIOSECQ (S.) et METAIS (N.), « Les clauses d'exclusion, solution à la mésentente entre associés », *Bull. Joly* 1998, p. 908

DAVID (C.), « Le report en bourse », *RTD com.* 1965, p. 287

DAVID (R.), « Le caractère social du droit de vote », *Journal des sociétés*, 1929, p. 404

DECHEIX (P.), « La fiducie ou le sens des mots », *D.* 1997, chron., p. 35

DEFRENOIS (CH.), *Rép. gén. notariat*, 1926, art. 21182

DELEBECQUE (P.), « Nantissement et saisie d'actions de société », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 599

DELMOTTE (G.), *J. notaires* 1978, art. 54523, p. 1531

DE PARIENTE (D.) et BARIANI (D.), « Les actions autodétenues », *Bull. Joly* 2001, p. 130

DERRUPPE (J.), « Le nantissement des valeurs mobilières », in *Le gage commercial*, sous la direction de J. Hamel, Dalloz, 1953, p. 512

DERRUPPE (J.), « Les clauses d'intérêt fixe », in *Mélanges J. Hamel*, Dalloz, 1961, p. 180

DERRUPPE (J.), « De la fiducie au crédit-bail », in *Mélanges J. Ellul*, Puf, 1983, p. 449

DERRUPPE (J.), « Un associé méconnu : l'usufruitier de parts ou d'actions », *Les Petites aff.* 13 juill. 1994, n° 83, p. 15 ; *Deffrénois* 1994, n° 18, p. 1137

DIDIER (P.), Rapport, « L'égalité des actionnaires : mythe ou réalité ? », in « Entretiens de Nanterre 1994 », *JCP éd. E* 1994, *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 5, p. 20

DIDIER (P.), « Le consentement sans l'échange : contrat de sociétés », *Rev. jur. com.* 1995, numéro spécial, *L'échange des consentements*, p. 74

DIDIER (P.), « Les conventions de vote », in *Mélanges Jean Foyer*, Puf, 1997, p. 341

DIDIER (P.), « Brèves notes sur le contrat-organisation », in *L'avenir du droit, Mélanges F. Terré*, Ed. Dalloz, Puf, J.-Cl., 1999, p. 635

DIENER (M.), « Les actions de priorité amortissables », in *Dix ans de droit de l'entreprise*, Librairies techniques, 1978, p. 16

- DOM (J.-PH.), « Les dispositions relatives à la libération du capital des SARL et des sociétés à capital variable : article 124 de la loi no 2001-420 du 15 mai 2001 », *Bull. Joly* 2001, p. 758
- DOM (J.-PH.), « L'attribution gratuite d'actions », *Bull. Joly* 2005, p. 187
- DONALD (D. C.), « Heart of Darkness: the Problem at the Core of the U.S. Proxy System and its Solution », 6 *Va. L. & Bus. Rev.* 41
- DONDERO (B.), « Directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *RTDF* 2007, p. 92 ; *JCP éd. E* 2008, n° 11, p. 12
- DONDERO (B.), « L'actionnariat orienté, ou la prise en compte des mobiles de l'actionnaire », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, sous la direction d'E. Le Dolley, LGDJ, 2010, p. 263
- DONDERO (B.), « Le mandat de vote confié à un tiers », Actes du colloque du 13 oct. 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*.
- DONDERO (B.), GALLAND (M.), LEPLAT (F.), MARTIN LAPRADE (F.), MOULIN (J.-M.), Chron. droit des marchés financiers, *JCP éd. E* 2007, n° 8, 1218
- DOUVRELEUR (O.), « La sanction en droit boursier », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, Y. Chaput (sous la dir.), Bruylant, 2011, p. 97
- DREYER (E.), « Le Conseil constitutionnel et la matière pénale », *JCP éd. E* n° 37, p. 1614
- DRUMMOND (B.), « Corporate voting charade », *Bloomberg Markets* avr. 2006, p. 97
- CASTRES SAINT-MARTIN-DRUMMOND (F.), « Le contrat comme instrument financier », in *Mélanges Terré*, Puf, 1999, p. 661
- DRUMMOND (F.), « Les manifestations en droit financier », *Petites affiches* 27 nov. 2003, n° 237, p. 22
- DRUMMOND (F.), « Un nouveau principe : la liberté d'émettre toutes valeurs mobilières », in Dossier spécial « La réforme des valeurs mobilières », *Rev. dr. banc. fin.* 2004, n° 5, p. 361
- DRUMMOND (F.), « L'information des actionnaires et des investisseurs », in Colloque Droit et Commerce à Deauville des 2 et 3 avr. 2005, « Entreprise : information et rumeur », *Rev. jur. com.* 2005, Hors-série, p. 15
- DRUMMOND (F.), « Les titres intermédiés – Regard sur un nouveau concept du droit financier », in *Mélanges P. Didier*, Economica, 2008, p. 147
- DRUMMOND (F.), GISSINGER (P.), ISRAEL (H.) et TATAR (S.), « Le rachat d'actions », *Act. prat. ing. soc.* sept.-oct. 2005, p. 5
- DUCOULOUX-FAVARD (CL.), « Grandeur et décadence des assemblées générales d'actionnaires », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz 2003, p. 361
- DUMAS (G.) et LE MOULLAS (D.), « Les certificats coopératifs d'investissement : mythe ou réalité pour les banques mutualiste », *Banque* 1988, p. 1224
- DUPICHOT (PH.), « Opération fiducie sur le sol français », *JCP éd. G* 2007, n° 11, act. 121
- DUPICHOT (PH.), « Le nantissement, un an après », *Les Petites aff.* 2008, n° 63, p. 27
- DUPICHOT (PH.), « La fiducie-sûreté en pleine lumière – À propos de l'ordonnance du 30 janvier 2009 », *JCP éd. G* 2009, n° 14, I, 132
- DUPICHOT (PH.), « La fiducie en pleine lumière », *JCP éd. G* 2009, n° 14, I, 132,
- EASTERBROOK (F. H.) et FISCHER (D. R.), « Voting in Corporate Law », *Journal of law and economics* 1983, vol. 26, n° 2, p. 39
- ECONOMOU (S.), « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse* 2002, p. 1
- ELIET (G.) et GAUVIN (A.), « Transposition en droit français de la directive collateral », *Rev. dr. banc.* mars-avr. 2005, p. 47
- ESSOMBE MOUSSIO (J.-J.), « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », in *Mélanges AEDBF*, t. 2, Banque éditions, 1999, p. 191
- FABRE-MAGNAN (M.), « Propriété, patrimoine et lien social », *RTD civ.* 1997, p. 583
- FASQUELLE (D.), « Le nantissement des valeurs mobilières », *RTD com.* 1995, p. 1
- FAUGEROLAS (L.) et BOURSICAN (E.), « Les programmes ADR "non sponsorisés" par un émetteur français », *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 399
- FERRARINI (G.), « One Share – One Vote : A European Rule ? », Working Paper n° 58/2006, janv. 2006, disponible sur [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

FERRY (C.), « La location d'actions avec promesse unilatérale de vente », *JCP éd. E* 1993, I, 274

FERRY (C.), « Les nouveaux rôles des actions de priorité amortissables », *Dr. et patrimoine* mars 1994, p. 29

FERRY (C.), « La mise en place d'un crédit-bail de titres de société », *JCP éd. E* 2007, n° 23, p. 1709

FERRY (C.) et BAUR (J.-P.), « Le crédit-bail d'actions », *Rev. dr. bancaire* 1994, n° 42, p. 57

FERRY (C.) et BIGNON (J.-CL.), « Les opérations de pension », *JCP éd. E* 1994, I, 389

FLATTET (G.), « La dissociation des droits de l'action », in *Mélanges. F. Guisan*, Librairie de l'Université F. Rouge & Cie, Lausanne, 1950, p. 143

FLEISCHER (H.) et DECKERT (K.), « La réforme de la directive transparence : harmonisation minimale ou pleine harmonisation des règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils ? », *RTDF* mai 2011, p. 40

FLEURIOT (P.), « L'évolution du gouvernement d'entreprise en France et ses conséquences pour les sociétés cotées », *Bull. COB* oct. 1995, p. 31

FLOUR (Y.), « L'état d'actionnaire et les concours de droits réels. La qualité d'actionnaire et l'indivision », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 569

FOYER (J.), « Rapport sur les consortiums d'actionnaires en droit français », in *Travaux de l'association Capitant*, t. X, 1956, p. 231

FOYER (J.), « Droit français », in *La personnalité morale et ses limites*, LGDJ, 1960

FRANÇON (A.), « L'usufruit des créances », *RTD civ.* 1957, p. 1

FREYRIA (C.), « Etude de la jurisprudence sur les conventions portant atteinte à la liberté de vote dans les sociétés », *RTD com.* 1951, p. 419

FRISON-ROCHE (M.-A.), « Le principe juridique d'égalité des compétiteurs sur le marché boursier », *Bull. Joly bourse* 1993, p. 720

FRISON-ROCHE (M.-A.), « La distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées », in *Mélanges AEDBF-France*, Banque éditeur, dir. J.-P. Mattout et H. De Vauplane, 1997

FRISON-ROCHE (M.-A.) et TERRE-FORNACCIARI (D.), « Quelques remarques sur le droit de propriété », *Archives de philosophie du droit*, t. 35, Sirey, 1990, p. 233

FRULEUX (F.), « Dissociation des droits de l'associé : le cas des sociétés d'exercice libéral », *JCP éd. E* 2006, n° 6, 1252

FUMENIER (P.), MILLER (J.-H.) et DORIN (S.), « Le régime fiscal de la fiducie », *D.* 2007, p. 1364

GABOLDE (G.), « La situation des porteurs de parts de fondateur depuis la loi du 23 janvier 1929 », *DH* 1930, p. 17

GAMILLSCHEG (F.), « La cogestion des travailleurs en droit allemand – Bilan à la lumière du jugement du tribunal constitutionnel fédéral du 1<sup>er</sup> mars 1979 », trad. par P. Chenut, *Rev. int. dr. comp.* janv.-mars 1980, p. 57

GASZTOWIT (H.), GERMAIN (M.) et PELTIER (F.), « Comment faire respecter l'obligation de non usage des titres de la clientèle », in *Annexes au rapport problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, CNCT, mai 1997, p. 271

GAUDEMET (A.), « La réforme des marchés dérivés de gré à gré : les causes d'un retard », *D.* 2010, p. 1038

GAUDEMET (A.), « Les aspects de droit boursier de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives », *Bull. Joly* 2012, p. 484

GAUDEMET (A.), « L'exercice du pouvoir dans les sociétés », Rapport français, in *Le pouvoir dans les sociétés, Journées chiliennes, Association H. Capitant*, 2012, disponible sur <http://www.henricapitant.org/>

GAUDEMET (A.), « Sanction du défaut de déclaration des dérivés à dénouement monétaire », *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 55

GAUDEMET (A.) et HOVASSE (H.), « Incapacités et société », *Actes prat. ing. soc.* mai-juin 2012, p. 5

GAUVIN (A.), « Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière », *D. aff.* 1998, p. 1470

GAY GUGGENHEIM (N.) et BOISSEAU (X.), « Eviter les distorsions de concurrence », *Rev. Banque* déc. 2010, supplément, p. 33

- GELPI (B.), « Le droit de réutilisation », in « Les garanties financières », Colloque organisé par les associations du master de droit des affaires et du master de droit bancaire et financier de l'université Panthéon-Assas, *Rev. dr. banc. et fin.* janv. 2007, dossier, p. 87
- GERMAIN (M.), « Le transfert du droit de vote », *Rev. jur. com.* nov. 1990, numéro spécial, in *La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions*, n° 11, p. 135
- GERMAIN (M.), « La renonciation aux droits propres des associés : illustrations », *Mélanges en l'honneur de François Terré*, Dalloz, Puf, JCL, 1999, p. 401
- GERMAIN (M.), « Le droit de vote », *Les Petites aff.* 4 mai 2001, p. 8
- GERMAIN (M.), « Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions : les actions de préférence », *Rev. sociétés* 2004, p. 597
- GERMAIN (M.), « Les moyens de l'égalité des associés dans les sociétés par actions non cotées », in *Études de droit privé – Mélanges offerts à P. Didier*, Economica, 2008, p. 189
- GERMAIN (M.) et MAGNIER (V.), « Propos introductifs – Les apports » : entre passé et avenir, in *L'apport en société dans tous ses états*, Colloque du 17 nov. 2009 organisé par le Master 2 juriste d'affaires de la Faculté Jean Monnet, *Bull. Joly* 2009, p. 1148
- GERMAIN (M.) et PERIN (P.L.), « Sociétés par actions simplifiées - Organisation des pouvoirs », *fasc. JCL* n° 155-20, mars 2005
- GERVEN (W.) (VAN), « La forme juridique d'un « investment trust » en Belgique, en France et aux Pays-Bas », *RIDC* juil.-sept. 1960, p. 527
- GHESTIN (J.), « Réflexions d'un civiliste sur la clause de réserve de propriété », *D.* 1981, chron., 1
- GHOZI (A.), « Nature juridique et transmissibilité de la clause de réserve de propriété », *D.* 1986, chron., LII
- GHOZI (A.), « Le dépôt de valeurs mobilières dématérialisées en droit privé », in *Annexes au rapport du CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres, Rapport officiel*, mai 1997, CNCT, p. 181 et s.
- GHOZI (A.), et GERMAIN (M.), « Nature juridique de l'inscription en compte d'un actif financier sous l'empire de la loi 96-567 du 2 juillet 1996 », in *Annexes au rapport du CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres, Rapport officiel*, mai 1997, CNCT, p. 195
- GINESTET (C.), « La dépenalisation du droit des sociétés », in Colloque « D'une réforme à l'autre : les mutations du droit de l'entreprise », organisé à La Rochelle les 5 et 6 juin 2009, *RLDA* 2010, n° 46, p. 52
- GIRARD (C.), « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaire en France », *Finance Contrôle Stratégie* sept. 2001, vol. 4, n° 3, p. 123
- GIRARD (M.-H.), « Prêt, dépôt, séquestre location et crédit-bail », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 787
- GIOVANOLI (M.), « Les opérations fiduciaires dans la pratique bancaire suisse », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 31
- GISSINGER (P.), « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », in *La modernisation des activités financières*, GLN Joly éd., 1996, p. 154
- GIZARD (B.), « Le transfert de propriété des titres cotés » in *Annexes du rapport Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, CNCT, Mai 1997, p. 137
- GODON (L.), « L'apport en jouissance d'actions », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 795
- GODON (L.), « La condition juridique de l'associé de SAS », *Bull. Joly* 2008, p. 219
- GODON (L.), « Un associé insolite : le nu-proprétaire de droits sociaux », *Rev. sociétés* mai 2010, p. 143
- GOFFAUX (G.), « Le vote électronique dans les sociétés par actions », *Communication Commerce Electronique* 2002, n° 3, p. 16
- GORDON (J.-N.), « Proxy Contests In An Era Of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access And Focus On E-Proxy », *Vand. L. Rev.* (61), mars 2008, 475
- GOUBEAUX (G.), « Personnalité morale, droit des personnes et droit des biens », in *Études dédiées à René Roblot, Aspects actuels du droit commercial français*, LGDJ, 1984, p. 199



GOUTAY (P.), « Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers : pour une approche moderne et non conservatrice », *Banque et droit* juill.-août 2009, p. 3

GOYET (CH.), « Le critère de l'action de concert selon D. Schmidt : éléments de discussion », *Mélanges D. Schmidt*, Joly éd., 2005, p. 293

GOYET (CH.), « Dérivés d'actions, fraude à la réglementation boursière et action de concert », in *Les défis actuels du droit financier*, Joly éd., 2010, p. 207

GOYET (CH.), RONTCHEVSKY (N.) et STORCK (M.), *Chron.*, *RTD com.* 2012, p. 360

GRILLET-PONTON (D.), « La méconnaissance d'une règle impérative de la loi, cause de nullité des actes et délibérations des organes de la société », *Rev. sociétés* 1984, p. 259

GRIMALDI (M.), « Réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *Deffrénois* 1991, p. 897 et s. et p. 961 et s.

GRIMALDI (M.), « La fiducie : réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre », *Deffrénois* 1991, art. 35085, p. 897 et s. et art 35094, p. 961 et s.

GRIMALDI (M.), « Réflexions sur les sûretés propriétés », in *Mélanges J. Dupichot*, Bruylant, 2004, p. 169

GRIMALDI (M.), « La propriété fiduciaire », in *La fiducie dans tous ses états*, journée nationale de l'association H. Capitant, t. XV, Paris-est Créteil, Dalloz, 2011 p. 5

GRIMALDI (M.) et DAMMAN (R.), « La fiducie sur ordonnance », *D.* 2009, p. 670

GRIMALDI (M.) et ROUX (J.-F.), « La donation de valeurs mobilières avec réserve de quasi-usufruit », *D.* 1994, chron. p. 219

GROSCLAUDE (L.), « La location de droits sociaux : le coup d'épée dans l'eau de la loi du 2 août 2005 », *RLDA* 2006, n° 1, p. 10

GUERANGER (F.) et LUNEL-JURGENSEN (A.), « Le réméré, la pension et le prêt de titres », *Revue Banque* 1992, n° 524, p. 144, n° 525, p. 246 et n° 526, p. 361

GUILBERTEAU (M.), « Le droit de vote du séquestre judiciaire d'actions litigieuses », *Rev. sociétés* 1971, p. 497

GUYADER (H.), « L'actionnaire transnational et la directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 », *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 265

GUYENOT (J.), « Aspects juridiques et pratiques de la location, du prêt et de la vente à réméré de valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes », *Les Petites aff.* 1978, n° 51, p. 9

GUYON (Y.), « Les missions des administrateurs provisoires de sociétés », in *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, t. 1, 1974, p. 103

GUYON (Y.), « De la distinction des sociétés et des associations depuis la loi du 4 janvier 1978 », in *Etudes P. Kayser*, t. 1, PUAM, 1979

GUYON (Y.), « Les dispositions générales de la loi n° 78-9 du 4 janvier 1978 portant réforme des sociétés », *Rev. sociétés* 1979, p. 1

GUYON (Y.), « La distribution gratuite d'actions aux salariés », *JCP* 1981, I, 3006

GUYON (Y.), « L'évolution récente des assemblées d'actionnaires en droit français », in *Mélanges Flattet*, Payot, 1985, p. 39

GUYON (Y.), « Le régime juridique des prêts de titres », *Rev. dr. bancaire*. mars-avr. 1988, p. 36

GUYON (Y.), « Les apports en industrie dans les sociétés civiles professionnelles », *Deffrénois* 1999, p. 3

GUYON (Y.), « L'actionnariat indirect – Le cas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 551

GUYON (Y.), « Les actionnaires étrangers », in *Mélanges P. Van Ommeslaghe*, Bruylant, 2000, p. 497

GUYON (Y.), « Les insuffisances dans les conditions normales de fonctionnement de l'association », in *Les insuffisances de la démocratie à l'égard des membres de l'association*, Colloque du 8 juin 2001 organisé par le Centre de recherche de droit des affaires de l'Université de Paris I, *Rev. sociétés* 2001, p. 735

GUYON (Y.), « La société anonyme, une démocratie parfaite », in *Mélanges C. Gavalda*, Dalloz, 2001, p. 133

GUYON (Y.), « Les réformes apportées au droit des sociétés par la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques », *Rev. sociétés* 2001, p. 503

GUYON (Y.), « Assemblées d'actionnaires », *Rép. Dalloz sociétés*, sept. 2002, mise à jour mars 2012

GUYON (Y.), actualisé par REBOUL (N.), « *Affectio societatis* », *JCl. fasc.* 20-10, oct. 2004

HALVES (H.), « Les nouvelles dispositions réglementaires intéressant les SA », *RLDA* 2007, n° 12, p. 13

HAMEL (J.), « *L'affectio societatis* », *RTD civ.* 1925, p. 761

HAMEL (J.), « L'aval en pension », *Banque* juill. 1957, p. 707

HANNOUN (CH.), « Liquidation et partage », *Rép. Dalloz sociétés* avr. 2007, mis à jour mars 2012

HANSMANN (H.) et KRAAKMAN (R. H.), « The end of history for corporate law », *GEO L. J.* janv. 2001, p. 439

HARBRECHT (P. P.), « The modern corporation revisited », *Columbia Law Review* 1964, vol. 64, p. 1411

HASCHKE-DOURNAUX (M.), « Les voies de la réforme du droit pénal des sociétés », *Bull. Joly* 2003, p. 373

HEMRAJ (M.-B.), « Corporate governance : rationalising stakeholder doctrine in corporate accountability », *Company Lawyer* 2005, 26(7), p. 211

HEINRICH (J.-B.), « Du prêt de titres », *Rev. jur. com.* 1992, p. 282

HERAIL (M.), « Coopérative », *Rép. Dalloz sociétés*, sept. 2002 mise à jour mars 2012

HONORAT (J.), « La situation des actions de sociétés anonymes dans le cadre des régimes matrimoniaux », *Rev. sociétés* 1999, p. 577

HOPT (K.), « La structure dualiste en Allemagne : expériences, convergences et particularités d'Outre Rhin », *RLDA* juill. 2007, suppl. au n° 17, p. 34

HOSS (PH.), « L'expérience luxembourgeoise », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 21

HOUPIN (G.), « De la constitution de réserves extraordinaires dans les sociétés par actions », *Journ. sociétés*, 1905, p. 5

HOVASSE (H.), « Certificats coopératifs d'investissement », *Rép. Dalloz sociétés*, avr. 1989, mise à jour juill. 2008

HOVASSE (H.), « Le démembrement des droit sociaux », *Dr. sociétés, Act. prat.* 1994, n° 15 p. 2

HOVASSE (H.), « Coup d'arrêt à la désacralisation du droit de vote ? », *Dr. sociétés* mai 1999, p. 3

HOVASSE (H.), « Transfert de propriété », *Dr. sociétés* 2007, n° 2, comm. 31

HOVASSE (H.), « Les parts d'industrie dans les sociétés civiles professionnelles », in *Mélanges J. Foyer, Economica*, 2008, p. 551

HOVASSE (H.), MORTIER (R.) et MORTIER (A.), « L'usufruit de droits sociaux », *Act. prat. et ing. soc.* mai-juin 2009, p. 5

HOVASSE (H.) et NOE (M.), « Indivision et droits sociaux », *Act. prat. et ing. soc.* sept.-oct. 2010, p. 3

HU (H.) et BLACK (B.), « The New Vote Buying : Empty Voting and Hidden (morphable) ownership », *Southern California Law Review*, vol. 79, 2006, p. 811

HU (H.) et BLACK (B.), « The new vote buying : empty voting and hidden (morphable) ownership – Taxonomy, Implications, and Reforms », *The Business Lawyer*, vol. 61, mai 2006, p. 1011

HU (H.) et BLACK (B.), « Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership : Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership », *Journal of Corporate Finance* 2007, vol. 13, p. 343

HU (H.) et BLACK (B.), « Debt, Equity, and Hybrid Decoupling : Governance and Systemic Risk Implications », 14 *European Financial Management* 2008, 663

HU (H.) et BLACK (B.), « Equity and debt decoupling and empty voting II : importance and extensions », *University of Pennsylvania Law Review* janv. 2008, vol. 156, n° 3, p. 625

HUBERT (X.) et BOUMAZA (B.), « Réforme du décret du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales », *Dr. sociétés* 2007, n° 3, 4

HUET (J.), « Quelques dispositions pour une vaste question : L'organisation du vote électronique dans les sociétés commerciales par le décret du 3 mai 2002 », *Communication Commerce Électronique* 2002, n° 7, p. 9

HUGUET (H.), « Mise à disposition d'actions au profit de personnes physiques afin de leur permettre d'exercer des fonctions d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance dans les filiales non cotées d'un groupe », *Dr. sociétés* mars 1999, p. 4

INFOREG, « La validité du prêt de consommation d'actions pour constituer les actions de garantie des administrateurs de SA », *Cahiers de dr. de l'entreprise* 2008, n° 3, p. 51

- JACOB (J. et B.), « "e-vote dans les AG" – Loi sur les nouvelles régulations économiques », *Expertises des systèmes d'information* 2002, n° 265, p. 419
- JACOMET (T.), « Et... la location d'actions », *Bull. Joly* 1993, p. 640
- JACOMET (T.) et FARMINE (F.), « La vente d'actions avec réserve de propriété », *Bull. Joly* 1991, p. 977
- JADAUD (B.), « La participation du comité d'entreprise aux assemblées générales d'actionnaires », *Les Petites aff.* 18 juill. 2001, n° 142, p. 4
- JAHN (U.), « La treuhand dans la pratique bancaire allemande », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 61
- JALAUD (B.), « La clause de réserve de propriété et le droit fiscal », in *La clause de réserve de propriété*, colloque sous la direction de W. Garcin et J. Thieffry, Paris, 1980, Librairies techniques, 1981, p. 219
- JAUFFRET-SPINOSI (C.), « Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote », *Rev. sociétés* 1979, p. 25
- JEANDIDIER (W.), « L'exécution forcée des obligations contractuelles de faire », *RTD civ.* 1976, p. 700
- JEANTIN (M.), « Les conventions de vote », Colloque de Deauville des 16 et 17 juin 1990, « La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions », *RJ. com.* n° spec. nov. 1990, p. 124
- JEANTIN (M.), « Conventions de portage et droit des sociétés », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 122
- JEANTIN (M.), « Les prêts de titres », *Rev. sociétés* 1992, p. 465
- JEANTIN (M.), « Observations sur la notion de catégorie d'actions », *D.* 1995, p. 88
- JEFFERS (E.) et PLIHON (D.), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Rev. éco. fin.* 2001, n° 63, p. 5
- JESTAZ (PH.), « La réserve de propriété ou la vente éclatée », in *Mélanges D. Holleaux*, Litec, 1990
- JOLY (A.), « Les certificats pétroliers institués par le décret du 10 décembre 1957 », *Bull. Joly* 1957, p. 267
- JOUBERT (L.), « Le principe de responsabilité limitée », *Bull. Joly* 2007, p. 225
- KADDOUCH (R.), « L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière », *D.* 2004, p. 796
- KADDOUCH (R.), « L'usufruit de droits sociaux, technique de transfert du droit de vote », *Bull. Joly* 2004, p. 189
- KADDOUCH (R.), « Le droit de vote attaché aux actions de préférence », *Dr. sociétés act. prat.* juill.-août 2005, p. 37
- KAHAN (M.) et ROCK (E.), « The Hanging Chads of Corporate Voting », *Scholarship at Penn. Law, Paper 170*, disponible sur [http://lsrnellco.org/upenn\\_wps/170](http://lsrnellco.org/upenn_wps/170)
- KARMEL (R. S.), « Voting power without responsibility or risk : how should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights ? », *55 Vill. L. Rev.* 93, 104 (2010)
- KATZ (D.A.), « Shareholder Activism in 2004 and Implications for 2005 », *N.Y.L.J.* 5 (2005)
- KAYSER (P.), « Les syndicats de blocage », *Rev. crit* 1934, p. 65 et *Journ. sociétés* 1935, p. 567
- KELLNER (G.) et FOURNIER (Q.), « Offres publiques et franchissements de seuils sur Alternext », *JCP éd. E* 2005, n° 50, 1817
- KENDERIAN (F.), « La contribution aux pertes sociales », *Rev. sociétés* 2002, p. 617
- KIDDER (S. M.), « What's Your Position ? Amending The Bankruptcy Disclosure Rules To Keep Pace With Financial Innovation », *58 UCLA L. Rev.* 2011, 803
- KORNMANN (A.), « Propriété et procédures collectives : vers un succédané des sûretés ? », *Rev. jur. com.* 1991, p. 64
- KOURALEVA (P.), « L'usufruit, démembrement du droit de propriété ? », *Les Petites affiches* 19 juin 2002, n° 122, p. 6
- L'HOMME (J.) et CAFFARD (C.), « Garanties financières et gestion collective », in « Les garanties financières », colloque organisé par les associations du master de droit des affaires et du master de droit bancaire et financier de l'université Panthéon-Assas, *Rev. dr. banc. et fin.* janv. 2007, p. 96
- LABARTHETTE (D.), « Les plans de stock-options à l'épreuve des attributions gratuites d'actions », *JCP éd. E* 2006, n° 14, p. 1576
- LACHAT (D.), « L'autocontrôle après l'amendement Dailly », *Les Petites aff.* 12 déc. 1990, p. 5
- LACHAT (D.), « Les cascades d'autocontrôle : une réponse à l'amendement Dailly », *Quotidien juridique* 22 déc. 1990, p. 7

LACHAT (S.), « La mise à disposition d'actions de garantie », *Rev. sociétés* 1977, p. 423

LAITHIER (Y.-M.), « La primauté prétendue de l'exécution en nature », *RDC* 2005, p. 161

LAJARTE (DE) (C.), « La nature juridique des droits du bénéficiaire d'un contrat de fiducie », *Lamy dr. civil* mai 2009, p. 71

LAMBOLEY (A.), « Le particularisme du droit des sociétés dans le cadre de l'exercice en groupe des professions libérales », in *Mélanges M. Cabrillac*, Litec, 1999, p. 597

LA PORTA (R.), LOPEZ-DE-SILANES (F.) et SHLEIFER (A.), « Corporate Ownership around the World », (1999) 54, *J. Fin.* 471

LAPASSE (DE) (P.), « Le nouveau régime juridique des opérations de pension », *Bull. Banque de France* juill. 1994, n° 7, p. 101

LAPASSE (DE) (P.), « La convention-cadre relative aux opérations de pension », *Bull. Banque de France* janv. 1995, n° 13, p. 91

LAPRADE (F.-M.), « Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les equity swaps dans le calcul des franchissements de seuil », *Bull. Joly* 2011, p. 837

LAPRADE (F.-M.), « Franchissements de seuil : plaider en faveur d'une véritable réforme », *Bull. Joly* 2011, p. 946

LAROCHE (M.), « Perte de la qualité d'associé : quelle date retenir ? », *D.* 2009, p. 1772

LARROUMET (C.), « La fiducie inspirée du trust », *D.* 1990, p. 119

LE BARS (B.), « La fiducie dans les opérations sociétaires », *Journ. sociétés* mai 2009, n° 65, p. 18

LE BARS (B.) et THOUCH (M.), « La lutte contre le "vote fantôme" (shadow voting) : la solution n'est peut-être pas réglementaire », *Act. prat. et ing. soc.* nov.-déc. 2008, n° 102, p. 34

LE BAYON (A.), « L'usufruit de parts sociales », *Rev. sociétés* 1973, p. 435

LE BRAS (W.), « De l'exercice du droit de vote relatif aux actions mises sous séquestre », *Bull. Joly* 1982, p. 207

LE CANNU (P.), « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », *Bull. Joly* 1993, p. 395

LE CANNU (P.), « Le nantissement conventionnel d'actions », *Bull. Joly* 1993, p. 1091

LE CANNU (P.), « L'état d'actionnaire à l'épreuve du droit des sociétés. L'acquisition de la qualité d'actionnaire », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 519

LE CANNU (P.), « Société par action simplifiée », *Rép. Dalloz sociétés*, févr. 2000

LE CANNU (P.), « Les apports à une SARL et la libération du capital des sociétés à capital variable », *Rev. sociétés* 2001, p. 633

LE CANNU (P.), « La protection des porteurs », *Rev. sociétés* 2004, p. 567

LE CANNU (P.), « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 et les actions de préférence », *RTD com.* 2004, p. 533

LE CANNU (P.), « La location et le crédit-bail d'actions et de parts de SARL », *RTD com.* 2005, p. 770

LE CANNU (P.), « Sociétés par actions : les attributions gratuites d'actions », *RTD com.* 2005, p. 773

LE CANNU (P.), « Monsieur de Saint-Janvier ou le dépouillement de l'article 1832 du Code civil », *Bull. Joly* 2012, p. 672

LE CANNU (P.) et DONDERO (B.), « Mieux vaut tard et partiellement que jamais, ou le début de la transposition de la directive concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *RTD com.* 2010, p. 743 p. 38

LE CANNU (P.) et DONDERO (B.), « Les droits des actionnaires des sociétés cotées », *RTD com.* 2011, p. 124

LE FUR (A.-V.), « Les bons d'offre : une mesure de défense conforme au gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly bourse* 2007, p. 713

LE FUR (A.-V.), « "Concilier l'inconciliable" : réflexions sur le droit de vote de l'actionnaire », *D.* 2008, p. 2015

LE GUEN (H.), « Le netting ou la protection légale des systèmes de règlements interbancaires », *Bull. Banque de France* 1994, n° 3, suppl. Etudes, p. 41

LE NABASQUE (H.), « Commentaire des principales dispositions de la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles réglementations économiques intéressant le droit des sociétés (1<sup>ère</sup> partie) », *Petites affiches* 5 juill. 2001, n° 133, p. 3

LE NABASQUE (H.), « Commentaire des principales dispositions de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *Bull. Joly bourse* 2003, p. 859

LE NABASQUE (H.), « Les actions sont des droits de créance négociables », in *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 671

LE NABASQUE (H.), « La fin de la connexion apports/capital ? », in *Quel avenir pour le capital social*, sous la direction de A. Couret et H. Le Nabasque, Dalloz, 2004, p. 104

LE NABASQUE (H.), « Les actions de préférence "de groupe" », *Bull. Joly* 2006, p. 1296

LE NABASQUE (H.), « Date du transfert de propriété en cas de cessions d'actions non cotées », *Rev. dr. bancaire* 2007, n° 1, p. 39

LE NABASQUE (H.), « Franchissements de seuils : les titres assimilés », *RTDF* 2007, n° 3, p. 13

LE NABASQUE (H.), « La réforme des actions de préférence », *JCP éd. E* 2008, n° 48, p. 2445

LE NABASQUE (H.), « L'empty voting est à l'ordre du jour », *Rev. dr. banc. fin.* 2010, n° 3, p. 1

LE NABASQUE (H.), « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. sociétés* 2010, p. 547

LE NABASQUE (H.), « Projet de loi de régulation bancaire et financière », *Rev. sociétés* 2010, p. 66

LE NABASQUE (H.), « Droits des actionnaires des sociétés cotées », *Rev. dr. banc. fin.* 2011, n° 1, p. 83

LE NABASQUE (H.), « Modification des dispositions relatives aux offres publiques », *Rev. dr. banc. fin.* 2011, n° 2, p. 67

LE NABASQUE (H.), « La mort – annoncée – des equity swaps ? », *Rev. dr. banc. fin.* 2011, n° 6, p. 6

LE NABASQUE (H.), « La mort – annoncée – des equity swaps ? », *Dr. sociétés* janv. 2012, 1

LE NABASQUE (H.), « Les apports des lois des 14 et 22 mars 2012 », *Rev. dr. banc. fin.* mai 2012, p. 69

LE NABASQUE (H.), « À propos des lois de simplification du droit qui ne simplifient rien ! », *Bull. Joly* 2012, p. 381

LE NABASQUE (H.), « Les programmes de rachat d'actions des sociétés non cotées », *Rev. sociétés* 2012, p. 271

LE NABASQUE (H.) et BARBIER (M.), « Les clauses léonines », *Act. prat. et ing. soc.* sept.-oct. 1996, p. 2

LE NABASQUE (H.), GAILLARD (J.-M.), KADDOUCH (R.), PORTIER (PH.) et SOLLE (B.), « Les actions de préférence », *Actes prat. ing. soc.* mai-juin 2006, p. 2

LE NABASQUE (H.) et REYGROBELLET (A.), « L'inscription en compte des valeurs mobilières », *Act. prat. ing. soc.* nov.-déc. 2002, p. 4

LECOURT (B.), « Proposition revisitée de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un Etat membre dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive n° 2004/109/CE », *Rev. sociétés* 2006, p. 923

LECOURT (B.), « Directive n° 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées : suite et fin de la transposition par la France », *Rev. sociétés* 2011, p. 130

LEDAN (J.), « Nouveau regard sur la notion d'associé », *Dr. sociétés* oct. 2010, p. 7

LEDOUX (P.), « La nature de la préférence », *Bull. Joly* 2006, p. 1219

LEDOUX (P.) et ARSOUZE (CH.), « Le vote des actionnaires non résidents », *Bull. Joly* 2004, p. 1065

LEDUC (F.), « Réflexions sur la convention de prête-nom », *RTD civ.* 1999, p. 283

LEGEAIS (D.), « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », in *Mélanges M. Cabrillac*, Dalloz/Litec, 1999, p. 365

LEGEAIS (D.), « Rapport français – La propriété sûreté », in *La propriété, Travaux de l'association Henri Capitant*, Société de législation comparée, 2003, p. 419

LEGROS (J.-P.), « La nullité des décisions de sociétés », *Rev. sociétés* 1991, p. 275

LEHERISSEL (H.), « Aspects fiscaux », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 127

- LEMOSSE (M.), « Incivilem Rem », un aspect historique du droit commercial », in *Mélanges en l'honneur Presses universitaires de la faculté de droit de Clermont-Ferrand de Jean Stoufflet*, LDGJ, 2001, p. 205
- LEPAGE (H.), « L'analyse économique et la théorie du droit de propriété », *Droits* 1985, n° 1, p. 90
- LEPARGNEUR (J.), « La loi nouvelle sur les sociétés à responsabilité limitée », *Journ. sociétés* 1925, p. 257
- LEPOUTRE (E.), « Autofinancement des entreprises et abus de majorité », *Bull. Joly* 1996, p. 189
- LEROY (P.-H.), « Le vote des actionnaires minoritaires, décision financière », 1<sup>ère</sup> partie, *Option finance* 2 janv. 1996, n° 384, p. 26 ; 2<sup>ème</sup> partie, 22 janv. 1996, n° 387, p. 26
- LIBCHABER (R.), « L'usufruit de créance », *RTD civ.* 1997, p. 615
- LIBCHABER (R.), « Le dépôt d'instruments financiers », *Dr. et patrimoine* mai 2000, p. 8
- LIBCHABER (R.), « Pour un renouvellement de l'analyse des droits sociaux », *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003
- LIBCHABER (R.), « Les aspects civils de la fiducie dans la loi du 19 février 2007 », *Deffrénois* 2007, n° 15, p. 1094 et s., et n° 17, p. 1194 et s.
- LIENHARD (A.), « Nouvelles régulations économiques : commentaire du décret n° 2002-803 du 3 mai 2002 », *D.* 2002, p. 1649
- LIENHARD (A.), « Transposition de la directive contrats de garantie financière », *D.* 2005, p. 634
- LIENHARD (A.), « Toilettage du décret sur les sociétés commerciales », *D.* 2007, p. 4
- LIET-VEAUX (G.), « Une pomme de discorde : les apports en industrie dans les sociétés civiles professionnelles », *Gaz. Palais* 1966, doct. 110
- LINANT DE BELLEFONDS (X.), « Le vote électronique pour les assemblées d'actionnaires », in *Mélanges J. Dupichot*, Bruylant, 2004, p. 313
- LODANO (E.), « One man's junk mail is another man's treasure : proxy contests and corporate governance », *Conn. Pub. Int. L. J* 2004, p. 430
- LOY (M.), « La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils – Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie », *JCP éd. E* 2005, n° 36, p. 1285
- LUBBEN (S. J.), « Credit Derivatives & The Future of Chapter 11 », *Am. Banker. L.J.* 2007, vol. 84, n° 4, p. 405
- LUCAS (F.-X.), « Promesses d'achat de droits sociaux, à prix garanti et prohibition des clauses léonines. – À la recherche de la cohérence perdue... », *JCP éd. E* 2000, n° 5, p. 168
- LUCAS (F.-X.), « Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? », *Rev. dr. banc. fin.* 2002, n°4, p. 216
- LUCAS (F.-X.), « La distinction des titres de capital et des titres de créance », in *Quel avenir pour le capital social ?*, Dalloz, 2004, p. 21
- LUCAS (F.-X.), « Conventions de portage », *J.-Cl. sociétés traité*, fasc. 2128, juin 2005
- LUCAS (F.-X.), « La date d'évaluation des parts d'un retrayant », *Bull. Joly* 2008, p. 78
- LUCAS (F.-X.), et actualisé par PETOT-FONTAINE (M.), « Théorie des bénéficiaires et des pertes – Bénéficiaires, économies, pertes », *J.-Cl. Sociétés Traitées*, fasc. 15-10, sept. 2008
- LUCAS (F.-X.), « La fiducie au pays de l'or noir », *Bull. Joly* 2009, p. 625
- LUCAS (F.-X.), « Réalité de la personnalité morale des SEL et des SCP », *Bull. Joly* 2010, p. 111
- LUCAS (F.-X.), « L'exécution forcée des conventions de vote », *Bull. Joly* 2011, p. 625
- LUCAS (F.-X.), refondu par CAFFIN-MOI (M.), « Théorie des bénéficiaires et des pertes – Clauses léonines », *J.-Cl. sociétés traité*, août 2012
- LUCAS (F.-X.) et NEAU-LEDUC (P.), « Mise à disposition d'actions à des administrateurs ou à des membres du conseil de surveillance », *Act. prat. et ing. soc.* nov.-déc. 1999, n° 48, p. 7
- LUCAS (F.-X.) et VALUET (J.-P.), « L'utilisation des moyens de télécommunication et la tenue des assemblées générales des actionnaires », *Act. prat. et ing. soc.* mars-avr. 2003, p. 6
- LUNEL-JURGENSEN (A.) et GUERANGER (F.), « La pension nouvelle est arrivée », *Banque* 1995, p. 58
- MAISON-BLANCHE (C.) et BARAT (A.), « La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant tenue des assemblées : réflexions préliminaires », *RTDF* mai 2011, p. 80
- MAISON-BLANCHE (C.) et ROCHEBRUNE (DE) (A.), « De nouvelles dispositions relatives aux assemblées générales des actionnaires », *Bull. Joly* 2011, p. 192

- MAGNIER (V.), « Nouvelles mesures en faveur de la démocratie actionnariale dans les sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, p. 267
- MAGNIER (V.), « Mouvements et inerties en matière de conflits d'intérêts dans le cadre du droit des sociétés », *JCP éd. E* 2011, n° 52, numéro spécial, p. 34
- MALECKI (C.), « L'apporteur en savoir-faire : du mal-aimé au bien-aimé ? », *Bull. Joly* 2004, p. 1169
- MALECKI (C.), « La loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises et les bons offices de la location d'actions et de parts sociales », *D.* 2005, p. 2382MARLY (G.), *Banque et Droit* sept.-oct. 2005, p. 32
- MALECKI (C.), « L'actionnaire sans frontières et la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *BMIS* 2007, n° 8, p. 928
- MALLET-BRICOUT (B.), « Fiducie et propriété », in *Mélanges Larroumet*, Economica, 2010, p. 297
- MALLET-BRICOUT (B.), « Le fiduciaire propriétaire ? », *JCP éd. N* 2010, n° 6, 1073
- MANIN (F.), « L'obligation de vote de l'OPCVM et du fonds de pension – Commentaire d'une proposition du rapport Marini », *Banque et droit* mars-avr. 1997, n° 52, p. 17
- MANNE (H. G.), « Some Theoretical Aspects of Share Voting – An Essay in Honor of Adol. A. Berle », *Columbia Law Review* 1964, vol. 64, p. 1427
- MANNE (H. G.), « Mergers and the Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy* (73), April 1965, p. 110
- MANSUY (F.), « Assemblées d'actionnaires – Règles communes à toutes les assemblées – Composition de l'assemblée », *J.-Cl. sociétés traité*, fasc. 136-10, 15 oct. 2006
- MARGUENAUD (J.-P.), « Le pouvoir de sanction des Autorités administratives indépendantes à l'épreuve de l'article 6 de la CEDH », in *Mélanges en l'honneur de Jean Stoufflet*, LGDJ, Presses universitaires de la Faculté de droit de Clermont-Ferrand, 2001, p. 213
- MARECHAL (A.), « L'inquiétant développement des ADR non sponsorisés », *RLDA* janv. 2007, n° 12, p. 70
- MARTIN (D. R.), « Du titre et de la négociabilité », *D.* 1993, p. 20
- MARTIN (D. R.), « De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux) », *D.* 1996, p. 47
- MARTIN (D. R.), « De l'inscription en compte d'actifs scripturaux », *D.* 1998, p. 15
- MARTIN (D. R.), « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *D.* 2001, p. 1228
- MARTIN (D. R.), « Du corporel », *D.* 2004, p. 2285
- MARTIN (D. R.), « La théorie de la scripturalisation », *D.* 2005, p. 1702
- MARTIN (D.), « Credit Default Swaps. Un encadrement nécessaire », *JCP éd. G* 2010, n° 28, p. 802
- MARTIN (D.) et FALLET (C.), « Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote », *Act. prat. ing. soc.* juill.-août 2011, p. 1
- MARTIN (D.) et MOLFESSIS (N.), « Les mesures de défense anti-OPA », in *Les offres publiques d'acquisition*, sous la direction de G. CANIVET, D. MARTIN et N. MOLFESSIS, Litec, 2009, p. 573
- MARTIN (D.) et VIANDIER (A.), « Lexique de l'action de concert », *RJDA* 4/92, p. 239
- MARTIN (S.) et PARTNOY (F.), « Encumbered shares », *University of Illinois Law Review* 2005, p. 775
- MARTIN LAPRADE (F.), « L'augmentation de capital consécutive à une attribution gratuite d'actions nouvelles ne résulte pas d'une incorporation de réserves mais d'une compensation de créance », *JCP éd. E* 2007, n° 8, p. 1218
- MARTIN LAPRADE (F.), « Apport et contrepartie », in *L'apport en société dans tous ses états*, Colloque du 17 nov. 2009 organisé par le Master 2 juriste d'affaires de la Faculté Jean Monnet, *Bull. Joly* 2009, p. 1170
- MARTIN-LAVIGNE (Y.), « Clauses de ratchet : de la pratique anglo-saxonne au droit français », *D.* 2002, p. 1540
- MASSART (T.), « Les actions de préférence et la question du droit de vote », *Dr. et patrimoine* 2004, n° 130
- MASSART (T.), « La société sans apport », *Études de droit privé – Mélanges offerts à P. Didier*, Economica, 2008, p. 289
- MATSOPOULOU (H.), Les propositions sur "la dépénalisation de la vie des affaires" », *D.* 2008, p. 1
- MATSOPOULOU (H.), « Un premier regard sur la "dépénalisation de la vie des affaires" », *D.* 2008, p. 864

MASSART (I.), « Les pactes d'actionnaires garantissant la rémunération du capital-risqueur », *Dr. et patrimoine* 2009, n° 186, p. 75

MAZEAUD (L.), « La souveraineté de fait dans les sociétés anonymes en droit français », *Travaux de l'association Henri Capitant des amis de la culture juridique française*, 1963, t. XV, 1967, p. 330

MEDUS (J.-L.), « Rémérés sur droits sociaux et restructurations d'entreprises », *Bull. Joly* 1996, p. 459

MELIN (F.), « Le prêt de consommation de valeurs mobilières : remarque sur la validité d'un instrument contesté », *Les Petites aff.* 2000, p. 4

MENJUCQ (M.), « Le transfert du siège social : état du droit positif », *JCP éd. E* 1999, p. 1617

MERCADAL (B.), « Pour la validité des conventions de vote entre actionnaires », *RJDA* 1992, p. 727

MERVILLE (A.-D.), « Sanctions pénales et administratives en matière de droit de vote », Actes du colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*

MESTRE (J.), « L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé) », *Rev. sociétés* 1989, p. 399

MESTRE (J.), « Rapport de synthèse », *RJ com.* 1991, numéro spécial, *La loi de la majorité*, p. 138

MESTRE (J.), « Observations sur l'attitude du juge face aux difficultés d'exécution du contrat », in *Le juge et l'exécution du contrat*, Colloque IDA, Aix-en-Provence, 28 mai 1993, PUAM, 1993

MESTRE (J.), « Réflexions introductives sur l'originalité du droit coopératif », *RRJ* 1996, p. 475

MESTRE (J.), « La réforme des valeurs mobilières », *RLDA* 2005, n° 78, p. 11

MESTRE (J.) et VELARDOCCIO (D.), « Loi NRE : Réformes du droit des sociétés commerciales », *RLDA* juill. 2001, supplément au n° 40, p. 49

MICHA-GOUDET (R.), « Nature juridique des dividendes », *JCP éd. E* 1998, n° 3, p. 68

MICHEL (R.), « De la cession du droit de vote », *Rev. sociétés* mars 1926, p. 80

MICHEL (R.), « Le régime légal du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires », *JCP* 1934, p. 129

MICHELER (E.), *The English Model Compared with the German Model*, 13 févr. 2006, disponible sur [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/certainty\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_fr.htm)

MILES (L.) et LOWER (M.), « Giving effect to the statutory duty of loyalty », *Company Law Newsletter*, February 28, 2006

MOLIERAC (J.), « La révision de la loi sur les sociétés par actions », 1<sup>ère</sup> partie, *Rev. sociétés* 1933, p. 65

MOLIERAC (J.), « La révision de la loi sur les sociétés par actions », 2<sup>ème</sup> partie, *Rev. sociétés* 1934, p. 1

MONASSIER (B.), « Typologie des conventions de portage d'actions », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 119

MONASSIER (B.) et LIAUZU (C.), « "Détenion et propriété" ou quelques réflexions à propos de sociétés anonymes de conseils juridiques », *JCP éd. E* 1978, II, 12810

MORARD (F.), « Les certificats coopératifs d'associés », *Rev. sociétés* 2010, p. 279

MORIN (G.), « Le sens de l'évolution contemporaine du droit de propriété », *Mélanges Ripert*, t. II, LGDJ, 1950

MORTIER (R.), « Réforme du droit des offres publiques obligatoires (OPO) », *Dr. sociétés* 2011, n° 1, comm. 12

MORTIER (R.), « Réforme des droits des actionnaires », *Dr. sociétés* 2011, n° 3, comm. 56

MORTIER (R.) et MORTIER (A.), « La location d'actions et de parts sociales », *Act. prat. et ing. soc.* mars-avr. 2007, p. 4

MORVAN (P.), « Principes », in *Dictionnaire de la culture juridique*, sous la dir. de D. Alland et S. Rials, Lamy / Puf, 2003

MOUBSI (H.), « Réflexion sur le projet d'ordonnance portant transposition de la directive relative au droit des actionnaires », *Les Petites aff.* 29 juill. 2010, p. 10

MOULIN (J.-M.), « Votaccess : le vote pré-assemblée générale par des moyens électroniques », *Bull. Joly* 2012, p. 534

MOUSSERON (J.-M.) et *alii*, « Le crédit-bail d'actions », *Cahiers de dr. de l'entreprise* 1977, n° 2, p. 17

MOUSSERON (J.-M.), « Les devenir des conventions de portage », *Rev. dr. bancaire* 1991, n° 26, p. 131

MOUSSERON (P.), « Les clauses de réserve de propriété en matière de cessions de droits sociaux », *Act. pratiques sociétés* mars-avr. 2004, p. 1

MOUSSERON (P.), « Du démembrement des droits sociaux au démembrement des flux sociaux », *Bull. Joly* 2005, p. 465



MULLER (A.-C.), « Aléa et marchés financiers », in *L'aléa, Journées nationales*, Le Mans, t. XIV, Association H. Capitant, Dalloz, 2010, p. 75

MULLER (A.-C.), « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avr. 2011, p. 17

MULLER (A.-C.), « Offres publiques et action de concert », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avr. 2011, p. 107

NAFTALSKI (F.), POTRINAL (F.-D.) et PAROT (J.-C.), « Les conventions de portage », *Act. prat. et ing. soc.* 1997, n° 33

NAUDIN (E.), « L'époux associé et régime légal de la communauté réduite aux acquêts », in *Mélanges en l'honneur du professeur G. Champenois*, Defrénois, 2012, p. 617

NAUDIN (E.), « La représentation des indivisaires dans l'exercice du droit de participer aux décisions collectives », *Bull. Joly* 2012, p. 178

NAYER (DE) (M.-C.), « Le rachat d'actions », *Bull. Joly bourse* 1998, p. 597

NEUMANN (L. D.), « ADR programs and U.S. legal risk », *RTDF* 2009, n° 3, p. 10

NOËL (K.) et EDWARDS (O.), « La liquidation préférentielle est-elle une énergie renouvelable ? », *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2009, n° 4

NOËL (K.) et EDWARDS (O.), « Les clauses de liquidation préférentielle, contour d'une pratique », *Act. pratiques et ingénierie sociétaire* 2010, n° 109, p. 42

NORMAND (J.), « Les opérations bancaires de pension », *RTD com.* 1966, p. 791

NURIT-PONTIER (L.), « Repenser les apports en industrie », *Les Petites aff.* 3 juill. 2002, p. 4

OHL (D.), Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières, *Bull. Joly bourse* 2004, p. 689

OHL (D.), « Valeurs mobilières », *Rép. Dalloz Sociétés*, sept. 2005

OHL (D.), « Les bons d'offre : la fin des OPA hostiles ? », *Bull. Joly bourse* 2006, p. 527

OHL (D.), « L'utilisation de dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly bourse* 2009, p. 332

OMAGGIO (A.), « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors) ? », *JCP éd. E* 2009, n° 46, p. 2065

OMAGGIO (A.), « Début de transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP éd. E* 2010, p. 1681

OMAGGIO (A.), « Exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées », *JCP éd. E* 2010, n° 43, p. 1948

OMAGGIO (A.), « Transposition de la directive relative aux droits des actionnaires de sociétés cotées », *JCP éd. E* 2011, n° 4, p. 17

OPPETIT (B.), « Le consentement sans l'échange : le concours des consentements – le concours implicite », *Rev. jur. com.* 1995, n° spécial *L'échange des consentements*, p. 69

PACLOT (Y.), « Quelques remarques sur le pouvoir normatif de l'Autorité des marchés financiers », *Lexbase Hebdo* 21 déc. 2003, n° 101

PACLOT (Y.), « Repenser l'attribution du droit de vote en cas de démembrement de droits sociaux », *JCP éd. E* 2006, n° 6, p. 1251

PACLOT (Y.), « L'Autorité des marchés financiers et les principes du procès équitable », in *Etudes à la mémoire de Fernand Charles Jeantet*, LexisNexis, 2010, p. 399

PACLOT (Y.), « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2011, p. 395

PACLOT (Y.), « Le juge et les décisions de sanction de l'Autorité des marchés financiers », in *Mélanges en l'honneur de Danier Tricot*, Dalloz, Litec, 2011, p. 243

PAILLER (P.), « Existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ? », *RTDF* 2010, n° 4, p. 36

PAILLUSSEAU (J.), « Le droit moderne de la personnalité morale », *RTD civ.* 1993, p. 705

PAILLUSSEAU (J.), « L'efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir », *Petites aff.* 19 juin 1996, n° 74, p. 17

PAILLUSSEAU (J.), « La nouvelle société par actions simplifiée. Le big bang du droit des sociétés ! », *D.* 1999, p. 333

- PAILLUSSEAU (J.), « La liberté contractuelle dans la société par actions simplifiée et le droit de vote », *D.* 2008, p. 1563
- PARLEANI (G.), « Les pactes d'actionnaires », *Rev. sociétés* 1991, p. 1
- PARLEANI (G.) et PARLEANI (I.), « La propriété, risque transférable au marché (illustration par la location financière) », in *Mélanges dédiés à B. Bouloc, Les droits et le droit*, Dalloz, 2007, p. 841
- PAROLAI (R.), STOFFEL-MUNCK (PH.) et ARMAND (F.), « Les sûretés en matière financière projetées dans une ère nouvelle par la directive Collateral – L'introduction du droit d'utilisation : le re-use à la française, une "quasi-propriété" ? », *Banque et Droit* 2005, n° 104, p. 3
- PAROT (J.-C.), « La fiscalité du portage d'actions », *Dr. fiscal* 1997, n° 37, p. 1061
- PATARIN (J.), « Rapport sur les groupements sans personnalité juridique en droit civil français », in *Travaux de l'association Henri Capitant*, 1969, Dalloz, 1979, p. 36
- PELTIER (F.), « La limitation du droit d'accès aux assemblées d'actionnaires », *Bull. Joly* 1993, n° 11, p. 1107
- PELTIER (F.), « L'inégalité dans les offres publiques », *Rev. dr. banc.* juill.-août 2003, p. 245
- PELTIER (F.), « Proxy fight et action de concert », *Rev. dr. banc. et fin.* août 2005, p. 87
- PELTIER (F.), « Les principes directeurs des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, sous la direction de G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p. 467
- PELTIER (F.) et MAISON-BLANCHE (C.), « Déclarations de franchissement de seuils - La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *JCP éd. E* 2009, n° 20, p. 1509
- PELTIER (F.) et MARTIN LAPRADE (F.), « Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 relative aux OPA ou l'encadrement par le droit communautaire du changement de contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly Bourse* 2004, n° 5, p. 610
- PENNEAU (J.), « De l'irrégularité des conventions de vote dans le droit des sociétés commerciales », *JCP CI* 1975, II, 11776
- PERCEROU (A.), « Des syndicats de producteurs », *Annales dr. com.* 1897, p. 271
- PEROCHON (F.), « La clause de réserve de propriété », *Les principales clauses des contrats conclus entre professionnels*, Colloque de l'Institut de Droit des affaires d'Aix-en-Provence des 17 et 18 mai 1990, Puf, 1990, p. 35
- PERROT (A.), « La vente à réméré de valeurs mobilières », *RTD com.* 1993, p. 1
- PERROT (A.), « Pension de titres et transfert de propriété », *Rev. dr. banc.* 1994, n° 46, p. 252
- PERROUD (J.), « Encore un mot sur l'amortissement des actions », *Annales de droit commercial* 1907, p. 435
- PERROUD (J.), « La condition de l'actionnaire », in *Mélanges G. Ripert*, t. II, LGDJ, 1950, p. 321
- PIC (P.), « De l'élément intentionnel dans le contrat de sociétés », *Annales dr. com.* 1906, p. 153
- PICHARD (B.), « La location d'actions, outil de stabilisation de l'actionariat », *JCP éd. E* 2005, n° 47, p. 1705 ; *Dr. sociétés* 2006, n° 1, étude 3
- PIERRE (J.-L.), « Quelle neutralité fiscale pour la fiducie ? », *Dr. et patrimoine* oct. 2009, n° 185
- PIETRANCOSTA (A.), « La modernisation des voies de l'harmonisation européenne du droit boursier », *Les Petites aff.* 6 oct. 2004, p. 3
- PIETRANCOSTA (A.), « La directive européenne sur les offres publiques d'acquisition enfin adoptée », *Chron., Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct 2004, n° 5, p. 228
- PIETRANCOSTA (A.), « Usufruit et droit des sociétés », *Dr. et patrimoine* mai 2005, n° 137
- PIETRANCOSTA (A.), « Promesses d'achat de droits sociaux et clauses léonines : critique d'une sollicitation excessive et hasardeuse de l'article 1844-1 du Code civil », *RLDA* janv. 2006, p. 67
- PIETRANCOSTA (A.) et POULLE (J.-B.), « Le principe "appliquer ou expliquer" », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, sous la direction d'E. Le Dolley, LGDJ, 2010
- PIETRANCOSTA (A.), et PRAT (J.-F.), « Offres publiques et droit des sociétés », in *Les offres publiques d'achat*, sous la direction de G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis, Litec, 2009, p. 117
- PIOT (B.), « Les certificats coopératifs d'investissement », *Rev. Etudes coopératives, mutualistes et associatives* 1987, n° 23, p. 95
- PLAIS (S.), « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les "intérêts économiques" », *Mélanges AEDBF-France V*, sous la direction de H. De Vauplane et J.-J. Daigre, Revue Banque éd., 2008, p. 361

- PLAIS (S.), « Pourquoi l'information séparée s'avère plus pertinente que l'assimilation », *Banque et droit* mars-avr. 2010, n° 130, p. 15
- PLANTIN (S.), « L'attribution d'actions gratuites d'actions », *JCP éd. E* 2005, n° 13, p. 524
- POITRINAL (F.-D.), « L'intérêt pratique des actions d'autocontrôle après le 1<sup>er</sup> juillet 1991 », *Les Petites aff.* 4 octobre 1991, p. 18
- POITRINAL (F.-D.), « L'usufruit conventionnel d'actions, un outil financier méconnu », *Banque et Droit* sept.-oct. 1993, n° 31, p. 3
- POLLAUD-DULIAN (P.), « L'actionnaire dans les opérations de portage », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avr. 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 765
- POMMIER (P.), « Droit de vote des non résidents dans les sociétés cotées françaises », Actes du colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*
- PORACCHIA (D.), « Vers une construction cohérente du droit des sociétés », *Dr. et patrimoine* 2005, n° 143
- PORTER (M. E.) et KRAMER (M. R.), « Strategy and society : the link between competitive advantage and corporate social responsibility », *Harvard Business Review* dec. 2006, vol. 84, issue 12, p. 78
- PORTER (M. E.) et KRAMER (M. R.), « Creating shared value », *Harvard Business Review* janv.-fév. 2011, vol. 89, issue 1/2, p. 62
- PORTIER (PH.), « Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires-dirigeants : vers de nouveaux paradigmes ? », *Mélanges Jeantet*, LexisNexis, 2010
- POTU (E.), « La défense d'immixtion du commanditaire », *Annales de dr. com.* 1910, p. 125 et s., p. 209 et s. et p. 265 et s.
- POULLE (J.-B.), « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », *RTDF* 2009, n° 1 et 2, p. 73
- POULNAIS (M.), « L'achat de ses propres actions par une société », *RTD com.* 1969, p. 17
- POUSTIS (J.) et MONNOT (J.-L.), « La garantie dans les cessions de droits sociaux », *JCP éd. E* 1985, 14464
- PRAICHEUX (S.), « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Rev. dr. banc.* mai-juin 2005, p. 56
- PRAT (J.-F.), « Conventions de portage et droit boursier », *Rev. dr. banc.* 1991, p. 128
- PRIEUR (J.) et BIENVENU-PERROT (A.), « Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers », *Dr. et patrimoine* mai 2000, p. 83
- PRÜM (A.), « Le processus Lamfalussy sous examen », *Rev. dr. banc. et fn.* janv.-fév. 2008, p. 1
- PRÜM (A.) et WITZ (CL.), « La nouvelle fiducie luxembourgeoise », in *Trust et fiducie – La convention de la Haye et la nouvelle législation luxembourgeoise*, Actes du colloque tenu au Luxembourg le 11 décembre 2003, Montchrestien, 2005, p. 65
- RAAIJMAKERS (G.), « Securities lending and corporate government », publié en danois dans *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer, The Netherlands 2005, p. 241, disponible en anglais sur <http://papers.ssrn.com>
- RAULT (J.), « Les certificats pétroliers », *RTD com.* 1957, p. 843
- RAVEL D'ESCLAPON (T.), « Batailles de procurations : une nécessaire réglementation », *Les Petites aff.* 6 oct. 2009, p. 5
- RAYNOUARD (A.), « Ultimes modifications de la fiducie », *JCP éd. N* 2009, n° 29, act. 439
- RAYNOUARD (A.), « Lorsque le Conseil constitutionnel sauve le Code civil d'un alinéa inutile et inefficace... tout en mettant la fiducie (encore) sous les feux de la rampe », *JCP éd. N* 2010, n° 3, 1014
- REBATTET (PH.), « Un nouvel outil pour la construction de la fiducie », *Dr. et patrimoine* avr. 2009, n° 180, p. 24 et s.
- REBOUL (N.), « Remarques sur une notion conceptuelle ou fonctionnelle : l'affectio societatis », *Rev. sociétés* 2000, p. 425
- REGNAUT-MOUTIER (C.), « Vers la reconnaissance de la qualité d'associé à l'usufruitier de droits sociaux ? », *Bull. Joly* 1994, p. 1155
- REINHARD (Y.), « Le rachat par la société de ses propres actions », *RTD com.* 1999, p. 139
- REINHARD (Y.), « Exécution en nature des pactes d'actionnaires », *RDC* 2005, n° 1, p. 115

REMY-GOUTARD (A.), « L'impact de la réforme du 16 octobre 1992 sur la participation des actionnaires au gouvernement des sociétés américaines cotées », *RIDC* 4-1997, p. 845

RENET (T.), « L'acquisition du dividende (à propos de l'arrêt Ch. Com. 12 févr. 2008) », *Bull. Joly* 2008, p. 938

REYGOBELLET (A.), « Proportionnalité entre capital et contrôle : faut-il interdire toute dérogation au principe " une action = une voix " ? », *RTDF* 2007, n° 3, p. 101

REYGOBELLET (A.), « Apport du décret numéro 2006-1566 du 11 décembre 2006 sur le droit applicable aux instruments financiers et, plus particulièrement, aux valeurs mobilières », *RTDF* 2007, n° 1, p. 65

REYGOBELLET (A.), « Le crédit-bail portant sur les parts sociales d'une société civile immobilière », *Rev. sociétés* 2010, p. 419

REYMOND (CL.) et REVACLIER (J.), « Les opérations fiduciaires en droit suisse », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque du Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, sous la direction de Cl. Witz, Préf. B. Oppetit, Feduci-LGDJ, éd. Feduci LGDJ, 1985, p. 210

RIASSETTO (I.) et STORCK (M.), « Les sociétés de gestion et la gestion de portefeuille », in Dossier spécial : « De la loi MAF à l'ordonnance MIF : une nouvelle étape dans la modernisation des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 585

RIASSETTO (I.) et STORCK (M.), « Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille », *Bull. Joly bourse* 2008, p. 90

RICHARD (J.), « Les sociétés par actions et la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne », *JCP éd. CI* 1983, I, 13919

RICHARD (J.), « Le croupier d'associé », *Bull. Joly* 1984, p. 365

RICHARD (J.), « La convention de croupier », *Dr. sociétés* 1986, n° 12, p. 3 ; *JCP éd. N* 1987, 1, p. 245

RICHARD (J.), « Participations croisées et autocontrôle après la loi n° 89-531 du 2 août 1989 », *JCP éd. N* 1990, n° 6, I, p. 55

RIOU (M.), « La protection pénale du droit de vote des actionnaires », in *Le droit pénal spécial des sociétés anonymes*, sous la direction de J. Hamel, Dalloz, 1955, p. 324

RIPERT (G.), « Prêt avec participation aux bénéficiaires et société en participation », *Annales dr. com.* 1905, p. 53

RIPERT (G.), « Quelques mots sur la nature juridique de l'amortissement des actions », *Annales dr. com.* 1907, p. 372

RIPERT (G.), « La loi de la majorité dans le droit privé », in *Mélanges juridiques dédiés à M. le Professeur Sugiyama*, Sirey, 1940, p. 355

RIVERO (J.), « Apologie pour les faiseurs de systèmes », *D.* 1951, chron. p. 99

ROBERT-CADET (I.), « L'usufruit des droits sociaux », *Les Petites aff.* 19 mai 2000, p. 54

ROBINE (D.), « La réforme du gage de compte d'instruments financiers par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 399

ROBINE (D.), « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 521

ROBLOT (R.), « L'agrément des nouveaux actionnaires », in *Mélanges en l'honneur de D. Bastian*, t. 1, 1974, p. 283

RONTCHEVSKY (N.), « Dispositions en matière de droit des sociétés et de droit boursier de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier », *RTD com.* 1998, p. 878

RONTCHEVSKY (N.), BECKER (B.-O.), BUCHBERGER (M.) et BUGÉ (G.), « L'inexécution des pactes d'actionnaires », *Act. prat. et ing. soc.* nov.-déc. 2011, p. 4

ROSE (P.), « On The Role And Regulation Of Proxy Advisors », *109 Mich. L. Rev. First Impressions* 62, janv. 2011

ROTONDI (M.), « L'usufruit des actions et l'augmentation du capital avec émission de nouvelles actions en option », in *Mélanges en l'honneur de P. Roubier*, Dalloz & Sirey, 1961, p. 233

ROUAST-BERTIER (P.), « Société fictive et simulation », *Rev. sociétés* 1993, p. 725

ROUS (J.), « La contribution aux pertes est-elle un élément essentiel de la formation du contrat de société », *Quot. Jur.* 1958, n° 18, p. 2

- ROUSSEAU (S.) et TCHOTOURIAN (Y.), « L'intérêt social » en droit des sociétés – Regards canadiens », *Rev. sociétés* 2009, p. 735
- ROUSSEL (F.), « Location de titres et crédit-bail de titres, Loi Dutreil II 2 août 2005, art. 26 et 37 : un texte plein de promesses ! », *JCP éd. N.* 2006, n° 2,1016
- ROUTIER (R.), « Les clauses de ratchet en droit des sociétés », *Bull. Joly* 2002, n° 8, p. 859
- ROY-BOSSI (S.), « Les mécanismes de liquidation préférence en droit français », *Bull. Joly* 2007, p. 429
- RUELLAN (C.), « Les conditions de désignation d'un administrateur provisoire », *Dr. sociétés* oct. 2000, p. 4
- SAINT-ALARY (R.), « Eléments distinctifs de la société coopérative », *RTD com.* 1952, p. 485, n° 7 et s. et n° 37
- SAINT-MARC (G.) et ESSOMBE MOUSSIO (J.-J.), « Pension livrée », *Rép. Dalloz sociétés*, mai 1998, mise à jour mars 2009
- SAINTOURENS (B.), « Sociétés coopératives et sociétés de droit commun », *Rev. sociétés* 1996, p. 1
- SAINTOURENS (B.), « Sociétés civiles », *Rep. Dalloz sociétés*, mars 2012, mise à jour juin 2012
- SAINTOURENS (B.), « Sociétés d'exercice libéral », *Rep. Dalloz sociétés* mars 2003, mise à jour mars 2012
- SAINTOURENS (B.), « Les titres en voie d'extinction et le droit transitoire », *Rev. sociétés* 2004, p. 659
- SAINTOURENS (B.), « Les réformes du droit des sociétés par les lois du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises », *Rev. sociétés* 2005, p. 527
- SAINTOURENS (B.), « Réformes du droit des sociétés par les lois des 26 juillet et 2 août 2005 », *Rev. sociétés* 2005, p. 527
- SAINTOURENS (B.), « Associé unique ou entrepreneur individuel : quel statut choisir pour une responsabilité limitée ? », *Petites affiches* 28 avril 2011, n° 84, p. 7.
- SAINT-PE (S.), « Les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 164
- SAINT-PE (S.), « De la typologie des sociétés de gestion de portefeuille françaises », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 570
- SALEILLES (R.), « Etude sur l'histoire des sociétés en commandite », *Annales dr. com.* 1895, p. 10 et s. et p. 47 et s.
- SAUNDERS (M.), « American Depository Receipts ; An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies », *Fordham International Law Journal*, Vol. 17, Issue 1, 1993, art. 2
- SAVATIER (R.), « Règles générales de la responsabilité civile », *Rev. critique* 1934, p. 409
- SAVAUX (E.), « Subrogation réelle », *Rép. Dalloz droit civil* mars 1998, mise à jour 2010
- SAYAG (A.), « De nouvelles structures pour l'entreprise », *JCP éd. G* 1985, I, 3217
- SAYAG (A.) et PALMADE (A.), « Le capital social et sa rémunération après les récentes réformes », *Rev. sociétés* 1983, p. 699
- SAYOUS (A.), « Les sociétés anonymes par actions – Leur nature dégagée par la méthode historique d'après l'histoire de la compagnie hollandaise des Indes orientales », *Rev. éco. pol.* 1902, p. 614
- SCHILLER (S.), ETAIN (P.), KERFANT (A.-S.), DELAFAYE (B.), FAUDEL (P.-J. ) et ZAGDOUL (B.), « L'apport en industrie », *Act. prat. et ing. soc.* 2010, n° 110, p. 7
- SCHIZER (D. M.), « Executives and hedging : the fragile legal foundation of incentive compatibility », *Columbia law review* mars 2000, p. 440
- SCHMIDT (D.), « Les opérations de portage de titres de sociétés », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque du Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, sous la direction de Cl. Witz, Préf. B. Oppetit, Feduci-LGDJ, éd. Feduci LGDJ, 1985, p. 29
- SCHMIDT (D.), « De l'intérêt commun des associés », *JCP éd. E* 1994, n° 48, 404
- SCHMIDT (D.), Rapport de synthèse, *Cab. dr. entr.* 1996, suppl. n° 4, Colloque des éditions Juris-Classeur du 13 mai 1996 « Actionnaires et dirigeants, Où se situera demain le pouvoir dans les sociétés cotées », p. 25
- SCHMIDT (D.), « Les définitions du contrôle d'une société », *Rev. jur. com.* 1998, numéro spécial, Colloque « La prise de contrôle d'une société », p. 9
- SCHMIDT (D.), « Action de concert », *Rép. Dalloz sociétés* sept. 2006, mise à jour juin 2012
- SCHMIDT (D.), « Empty voting et cession du droit de vote », *Bull. Joly* 2012, p. 42

SCHMIDT (D.) et BAJ (CL.), « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *Rev. dr. banc.* 1991, p. 182

SCHMIDT (D.) et BAJ (CL.), « Récentes évolutions de l'action de concert », *Rev. dr. banc.* 1992, p. 184

SCHOUTEN (M. C.), « The Case for Mandatory Ownership Disclosure », 15 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 127-182, 2010

SCHWING (A.), « La nature juridique du droit de croupier », *Rev. sociétés* 1935, p. 152

SEGAIN (H.), « Les franchissements de seuil : évolutions récentes », *RTDF* 2008, n° 2, p. 7

SERLOOTEN (P.), « L'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée », *D.* 1985, chron. p. 187

SERLOOTEN (P.), « L'affectio societatis, une notion à revisiter », *Aspects actuels du droit des affaires – Mélanges en l'honneur d'Y. Gnyon*, Dalloz, 2003, p. 1007

SIMON BLAVIER (M.), « Le prêt de titres : outil financier ou arme pour les activistes ? », *Lettre de l'AFGE* déc. 2005, n° 8, p. 15

SIRUGUET (J.-L.) et FERRARI (A.), « Le réméré : une technique contestable ? », *Banque* 1991, p. 385

SKEEL (D.), « Behind the hedge », *Legal affairs*, nov.-déc. 2005, disponible sur <http://www.legalaffairs.org/>

SOUSI (B.), « L'approche Lamfalussy : une méthode douce pour « détricoter » l'harmonisation financière européenne ? », *D.* 2002, p. 3322

SQUILLACE (S. E.), « La porte d'accès du marché américain pour les parts sociales des sociétés françaises : ADRs », *Les Petites aff.* 13 août 993, n° 97

STEPHAN (P.), « La compensation », in *La modernisation des activités financières*, GLN Joly éd., 1996, p. 186

STEVANT (C.), « L'exercice par les sociétés de gestion des droits de vote détenus par les OPCVM : enjeux et perspectives », in « Entretiens de l'AMF », 18 nov. 2004, *Rev. AMF* nov. 2004, n° 8, p. 31

STEVANT (C.), « La gouvernance des fonds », in « Entretiens de l'AMF », 29 nov. 2005, *Rev. AMF* déc. 2005, p. 39

STORCK (M.), « Définition légale du contrôle d'une société en droit français », *Rev. sociétés* 1986, p. 385

STORCK (M.), « La réglementation des conventions de vote », *Rev. jur. com.* 1991, p. 97

STORCK (M.), « Les associés de la SAS », *Les Petites aff.* 15 sept. 2000, p. 42

STORCK (M.), « La propriété d'un portefeuille de valeurs mobilières », in *Etudes offertes à Pierre Catala, Le droit privé français à la fin du XXème siècle*, Litec, 2001, p. 695

STORCK (M.), « La loi de finances pour 2005 instaure un régime attractif d'attribution gratuite d'actions par les sociétés, cotées ou non, au profit de leurs salariés et dirigeants », *RTD com.* 2005, p. 138

STORCK (M.), « Gouvernement d'entreprise et gestion collective », in *Mélanges J. Béguin*, Litec, 2005, p. 701

STORCK (M.), « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.* 2005, p. 375

STORCK (M.), « Transposition législative en droit français de la directive relative aux marchés d'instruments financiers », *RTD com.* 2007, p. 399

STORCK (M.), « De la nature juridique des fonds communs de placement », in *Mélanges en l'honneur du professeur G. Goubeaux*, Dalloz-LGDJ, 2009, p. 509

STORCK (M.), « La loi de régulation bancaire et financière », *Rev. dr. banc. fin.* nov. 2010, comm. 235

STORCK (M.), « Note sous Ordonnance numéro 2010-1511 du 9 décembre 2010 portant transposition de la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées », *Banque et droit* 2011, n° 145, p. 57

STORCK (M.), « Sociétés de gestion de portefeuille », *JCl. Sociétés*, févr. 2011

STORCK (M.) et DE RAVEL D'ESCLAPON (T.), « Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français ? », *Bull. Joly* 2009, p. 92

STORCK (M.) et LASSERRE CAPDEVILLE (J.), « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *Les Petites affiches* 2010, n° 250, p. 3

STOUFFLET (J.), « Le nantissement de meubles incorporels », *JCP éd. G* 2006, n° 20, p. 19

STUCKI (D.), « La fiducie de droit français : un outil juridique adapté à la gestion de portefeuille ? », *Act. Pratiques et ingénierie sociétaire* mars-avr. 2010, p. 1 et sept.-oct. 2010, p. 1

SYNVET (H.), « Le nantissement des meubles incorporels », *Dr. et patrimoine* sept. 2005, p. 75

SYNVET (H.), « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Mélanges J. Béguin*, Litec, 2005, p. 719

- SYNVET (H.), « La propriété des valeurs mobilières en droit français », in *20 ans de dématérialisation des titres en France*, sous la direction de H. De Vauplane, Ed. Revue Banque, 2005, p. 37
- SYNVET (H.), Introduction, « Les garanties financières », « Les garanties financières », colloque organisé par les associations du master de droit des affaires et du master de droit bancaire et financier de l'université Panthéon-Assas, *Rev. dr. banc. et fin.* janv. 2007, dossier, p. 81
- SYNVET (H.), « Société », *Rép. Dalloz intern.*, août 2004, mise à jour févr. 2010
- SYNVET (H.) et TENENBAUM (A.), « Instruments financiers », *Rép. Dalloz dr. international*, janv. 2009
- TCHOTOURIAN (Y.), « La "bonne nouvelle" de l'adoption de la directive sur les droits des actionnaires », *D.* 2007, p. 1716
- TENENBAUM (A.), « La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers », in *Les défis actuels du droit financier*, sous la direction d'A. Couret et C. Malecki, Joly éd., 2010
- TERRE (D.), « L'auto-production progressive du droit : l'exemple de la pension livrée », *Droit et société* 2001, n° 48, p. 53
- TERRE (F.), « L'évolution du droit de propriété depuis le Code civil », *Droits* 1985, n° 1, p. 33
- TERRE (F.), « Fondements historiques et philosophiques de la loi de la majorité », *RJ com.* 1991, numéro spécial, *La loi de la majorité*, p. 9
- TERRET (M.-E.), « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. banque de France* 2005, n° 137, p. 35
- THEIMER (A.), « Emission d'actions gratuites au profit des salariés et des dirigeants, la problématique de la souscription », *JCP éd. E* 2005, n° 20, p. 730
- THEIMER (A.), « Les apports en industrie dans la société par actions simplifiée », *JCP éd E* 2009, n° 29, p. 27 ; *Dr. sociétés* 2009 n° 11, p. 8
- THALLER (E.), « N'y aurait-il pas dans le report de bourse un paiement avec subrogation ? », *Annales de droit commercial* 1893, p. 70
- THALLER (E.), « Les sociétés par actions dans l'ancienne France », *Annales de droit commercial* 1901, p. 185
- THALLER (E.), « De la nature juridique du titre de crédit – Contribution à une étude générale sur le droit des obligations », *Annales de droit commercial* 1906, p. 5
- THALLER (E.), « A propos des actions de jouissance », *Journ. sociétés* 1906, p. 481
- THEVENOZ (L.), « Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law », *13 Stan. J.L. Bus. & Fin.* 2008, p. 284
- THEVENOZ (L.), « Who holds (intermediated) securities ? Shareholders, account holders, and nominees », *Uniform Law Review* 2010, p. 845
- THIBIERGE (C.), « Le droit souple – Réflexion sur les textures du droit », *RTD civ.* 2003, p. 599
- THINVAUD (J.-M.), « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris, en 1724 », *Rev. d'économie financière* 1998, n° 48, p. 21
- THOMPSON (R. B.) et EDELMAN (P. H.), « Corporate voting », *Vanderbilt law review* 2009, vol. 62, p. 129
- THOUCH (M.), « Les sociétés spécialisées dans l'exercice des droits de vote (*proxy voting providers*) », *Act. prat. et ing. soc.* mai-juin 2006, p. 29
- THOUCH (M.), « Le vote électronique dans les assemblées générales d'actionnaires », *Bull. Joly* 2008, p. 734
- THOUCH (M.) et AMICO (I.), « L'empty voting », *Rev. dr. banc. et fin.* 2008, n° 5, p. 7
- THULLIER (B.), *D.* 2006, Pan., p. 1380
- THULLIER (B.), *D.* 2007, Pan., p. 1693
- TORCK (S.), « Exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés cotées », *Rev. dr. banc. fin.* juill. 2007, p. 39
- TORCK (S.), « Sollicitation active de mandats, action de concert et offre publique obligatoire », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 335
- TORCK (S.), « AMF : un pas vers la régulation des agences de conseil en vote », *Dr. sociétés* juill. 2011, p. 23
- TORCK (S.), « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissements de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi », *Bull. Joly bourse* 2011, p. 576

TORCK (S.), « Aspects de droit des marchés financiers de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives », *Dr. sociétés* mai 2012, p. 26

TORCK (S.), « Commentaire du rapport Poupart-Lafarge sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 222

TORCK (S.), « La sanction de l'article L. 233-14 du Code de commerce est-elle applicable au défaut de déclaration de sinistres dérivés à dénouement monétaire », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 197

TORCK (S.), « Vents de réforme sur le régime des déclarations de franchissements de seuils », *Dr. sociétés* 2012, n° 2, comm. 30

TREBULLE (F.-G.), « Stakeholders theory et droit des sociétés », *Bull. Joly* 2006, p. 1337 et 2007, p. 7

TREILLE (B.), « Les conventions de portage », *Rev. sociétés* 1997, p. 721

TRICOT (D.), « Abus de droits dans les sociétés – Abus de majorité et abus de minorité », *RTD com.* 1994, p. 617

TOULEMON (A.), « L'avenir des sociétés anonymes », *RTD com.* 1957, p. 913

TUNC (A.), « Les conventions relatives au droit de vote », *Rev. gén. de dr. com* 1942, p. 967

URBAIN-PARLEANI (I.), « Convention de croupier et société en participation », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Colloque des 14 et 15 avril 1999 organisé par le Centre de recherche en droit des affaires et de l'économie de l'Université Paris I, *Rev. sociétés* 1999, p. 753

URBAIN-PARLEANI (I.) et BOIZARD (M.), « L'objectif d'information dans la loi du 24 juillet 1966 », *Rev. sociétés* 1996, p. 447

URBAN (Q.), « Prêter des actions à des administrateurs dans la stratégie des groupes des sociétés – une pratique juridique périlleuse », *JCP éd. G* 2002, n° 22, I, 232

VABRES (R.), « Instauration de l'Autorité européenne des marchés financiers et élaboration des normes techniques », *RTDF* 2010, n° 3, p. 64

VABRES (R.), « La réforme du système européen de surveillance financière : les pouvoirs des autorités européennes de surveillance », *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avr. 2011, p. 1

VALERY (J.), « Les actions de jouissance », *Revue générale de droit et de législation* 1906, p. 32 et s. et p. 121 et s.

VALERY (J.), « Comment s'est formée la théorie de la personnalité des sociétés commerciales », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de F. Gény*, t. 1, Sirey, 1935, p. 100

VALUET (J.-P.), « L'identification des actionnaires des sociétés cotées – Le rapport du groupe de travail réuni à l'ANSA », *Rev. sociétés* 1996, p. 707

VALUET (J.-P.), « Les fonds de pension américains : incidence de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises », *Bull. Joly bourse* 1996, p. 5

VALUET (J.-P.), « Le vote en assemblée générale des actionnaires non résidents », *Act. prat. ing. soc.* juin 1998, n° 39, p. 3

VALUET (J.-P.), « Identification et vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, p. 571

VALUET (J.-P.), « Les dispositions du décret du 3 mai 2002 relatives à l'identification et au vote des actionnaires non résidents des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2002, p. 446

VALUET (J.-P.), « Le décret du 11 décembre 2006 sur les sociétés commerciales », *Rev. sociétés* 2007, p. 227

VALUET (J.-P.) et SEKFALI (Z.), « La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au trustee et au nominee », *Rev. dr. bancaire* 1993, n° 38, p. 147

VANARD (R.), « L'entreprise lucrative à but désintéressé », *Rep. gén. notariat* 1947, art. 26456

VAREILLES-SOMMIERES (G.), « La définition et la notion juridique de la propriété », *RTD civ.* 1905, p. 443

VASSEUR (M.), « La protection du banquier en cas de mobilisation de créances nées à court terme sur l'étranger », *RTD com.* 1977, p. 1

VASSEUR (M.), « La loi du 24 octobre 1980 créant une distribution gratuite d'actions en faveur des salariés des entreprises et les principes du droit français », *D.* 1981, chron. p. 63

VAUPLANE (DE) (H.), « Le régime juridique du transfert de propriété des titres cotés », *Banque et droit*, n° 35, mai-juin 1994, p. 11



VAUPLANE (DE) (H.), De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ? », in *Annexes au rapport du CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres, Rapport officiel*, mai 1997, Annexe VIII.7, p. 147

VAUPLANE (DE) (H.), « L'amélioration de la compétitivité de la Place de Paris à l'heure du passage à l'euro : commentaires de la Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 », *Bull. Joly bourse* 1998, p. 412

VAUPLANE (DE) (H.), « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *Rev. dr. banc. nov.-déc.* 1998, p. 197

VAUPLANE (DE) (H.), « Cadre juridique des garanties financières », in « Les garanties financières », Colloque organisé par les associations du master de droit des affaires et du master de droit bancaire et financier de l'université Panthéon-Assas, *Rev. dr. banc. et fin.* janv. 2007, dossier, p. 82

VAUPLANE (DE) (H.), « La fiducie avant la fiducie – Le cas du droit bancaire et financier », *JCP éd. E* 2007, n° 36, 2051

VAUPLANE (DE) (H.) et DAIGRE (J.-J.), « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque et droit* 2003, n° 89, chron. p. 38

VAUPLANE (DE) (H.), DAIGRE (J.-J.), DE SAINT MARS (B.) et BORNET (J.-P.), « Franchissements de seuils et déclarations d'intention – Rachat d'actions – Contrat de liquidité », *Banque et droit* mars-avril 2009, chron. p. 39

VAUPLANE (DE) (H.), DAIGRE (J.-J.), DE SAINT MARS (B.) et BORNET (J.-P.), « Franchissements de seuils – Déclaration d'intention », *Banque et droit* sept.-oct. 2009, chron. p. 36

VAUPLANE (DE) (H.) et MARIOT-THOREAU (D.), « La réglementation des produits dérivés après le G20 de Pittsburg », *Rev. Banque* nov. 2009, n° 718, p. 81

VELARDOCCIO (D.), « Dividendes », *Rép. Dalloz sociétés* août 1996, mise à jour mars 2012

VERDAM (A.), « An Exploration Of The Role Of Proxy Advisors In Proxy Voting », fév. 2006, disponible sur <http://ssrn.com/abstract=978835>

VERNET GRUOT (S.), « Droit de vote pré-assemblée générale par des moyens électroniques – Les propositions des professionnels du post-marché : Votaccess », Actes du colloque du 13 octobre 2011, *Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes*

VERRET (J.-W.), « Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defenses In The Era Of Dodd-Frank », *36 J. Corp. L. winter* 2011, 39

VIANDIER (A.), « La loi créant une distribution gratuite d'actions aux salariés », *Rev. sociétés* 1981, p. 475

VIANDIER (A.), « Certificats d'investissement et certificats de droit de vote », *JCP éd. CI* 1983, II, 14117

VIANDIER (A.), « Observation sur les conventions de vote », *JCP éd. E* 1986, 15405

VIANDIER (A.), « Sécurité et transparence du marché financier – Commentaire des Titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989 », *JCP éd. E* 1989, 15612

VIANDIER (A.), « Le rachat d'actions après la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 (art. 41) », *RJDA* 1998, n° 7, p. 590

VIANDIER (A.), « Après l'article de M. Jeantin sur les conventions de vote », in *Mélanges Jeantin*, Dalloz, 1999

VIANDIER (A.), « Les actions de préférence », *JCP éd. E* 2004, n° 40, p. 1440

VIANDIER (A.), « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *JCP éd. E* 2009, p. 1248

VIDAL (D.), « La protection de l'investisseur en cas d'émission de valeurs mobilières diversifiées », *JCP éd. N* 1993, n° 21, p. 279

VIEILLEFOND (E.), « Il faut être volontariste en incitant un maximum de produits à emprunter la voie des plateformes organisées », *Rev. Banque* déc. 2010, supplément, p. 33

VINEY (G.), « Exécution de l'obligation, faculté de remplacement et réparation en nature en droit français », in *Les sanctions de l'inexécution des obligations contractuelles – Etudes de droit comparé*, sous la direction de M. Fontaine et G. Viney, Bruylant, LGDJ, 2001, p. 167

VOIRIN (P.), « Les pouvoirs permanents souscrits par les actionnaires à l'effet de se faire représenter aux assemblées générales », *DH* 1931, chron. p. 49

VUILLEMIN (K.), « Libres propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers 2004/39/CE », *Bull. Joly bourse* 2004, p. 578

- WAHL (A.), « Des mandataires aux assemblées générales », *Journ. sociétés* 1905, p. 97, 145 et 193
- WAHL (A.), « Des restrictions statutaires apportées à la désignation des administrateurs ou des commissaires de surveillance et au droit de voter dans les assemblées de sociétés anonymes », *Journ. sociétés* 1913, p. 337
- WALINE (M.), « Empirisme et conceptualisme dans la méthode juridique : faut-il tuer les catégories juridiques ? », *Mélanges en l'honneur de J. Dabin*, t. 1, Bruylant, 1963, p. 359
- WILCOX (J. C.), PURCELL III (J. J.), et CHOI (H.-W.), « "Street Name" Registration & The Proxy Process », in *A Practical Guide to SEC Proxy and Compensation Rules*, par A. L. GOODMAN, J. F. OLSON et L. A. FONTENOT, 5<sup>ème</sup> éd., Aspen, 2007, chap. 11
- WINTER (J.), « Shareholder Engagement and Stewardship – The realities and illusions of institutional share ownership », *RTDF* 2012, n° 1, p. 4
- WITZ (CL.), « Les transferts fiduciaires à titre de garantie », in *Les opérations fiduciaires, Colloque du Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984*, sous la direction de Cl. Witz, Feduci-LGDJ, éd. Feduci LGDJ, 1985, p. 55
- WITZ (CL.), « Rapport introductif – Les traits essentiels de la fiducie et du trust en Europe », in « La fiducie et ses applications dans plusieurs pays européens », Colloque organisé le 29 nov. 1990, *Bull. Joly* 1991, n° 4 bis, p. 9
- WITZ (CL.), « Vente à réméré », *J.-Cl. Civil Code*, sept. 2006
- WITZ (CL.), « La fiducie française face aux expériences étrangères et à la convention de La Haye relative au trust », *D.* 2007, p. 1369
- WYMEERSCH (E.), « Les défenses anti-OPA après la treizième directive – commentaire sur l'article 8 de la future directive », in *Mélanges Stoufflet*, LGDJ-PU Clermont-Ferrand, 2001, p. 397
- ZABALA (B.), « Le traitement des instruments dérivés à dénouement monétaire : le choix de la transparence par assimilation », *Bull. Joly bourse* 2012, p. 207
- ZANONI (A.), « Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions : A Fiduciary Duties Perspective », *Global Jurist* 2009, vol. 9, n° 4, *Advances*, article 4, disponible sur <http://ssrn.com>
- ZENATI (F.), « Pour une rénovation de la théorie de la propriété », *RTD civ.* 1993, p. 305
- ZENATI (F.), « Usufruit des droits sociaux », *Rép. Dalloz sociétés*, janv. 2003, mise à jour janv. 2012
- ZENATI (F.), « La propriété, mécanisme fondamental du droit », *RTD civ.* 2005, p. 445

## NOTES DE JURISPRUDENCE, OBSERVATIONS ET CONCLUSIONS

AFFAKI (G.) et STOUFFLET (J.)

- United States District Court, Southern District of New York, Vivendi Universal SA, 22 février 2010, *Banque et droit* 2011, n° 136, p. 28

ALBORTCHIRE (A.)

- Cass. com. 23 oct. 2007, *Les Petites aff.* 22 janv. 2008, p. 13

ALFANDARI (E.) et JEANTIN (M.),

- Cass. soc. 23 janv. 1990, *RTD com.* 1990, p. 433

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 29 nov. 1994, *RTD com.* 1996, p. 86

AMRANI MEKKI (S.)

- Cass. com. 22 nov. 2005, *D.* 2006, pan. p. 2638

ANSAULT (J.-J.)

- Cass. com. 19 déc. 2006, févr. 2007, p. 38

AUDIT (B.)

- Cass. com. 20 nov. 1979, *D.* 1980, IR, p. 571

AUTESSERRE (J.),

- Cass. com. 6 juill. 1961, *Rev. sociétés* 1962, p. 35

AYNES (L.)

- Cass. com. 19 déc. 2006, *D.* 2007, p. 961

AYNES (L.) et STOFFEL-MUNCK (PH.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *Dr. et patrimoine* févr. 2009, p. 120

BARBIERI (J.-F.)

- Cass. com. 15 juill. 1992, *JCP éd. G* 1992, II, 21944

- Cass. com. 29 nov. 1994, *Bull. Joly* 1995 n° 2, p. 17

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 févr. 1995, *Bull. Joly* 1995, n° 5, p. 424

- Cass. com. 22 nov. 2005, *RTD civ.* 2006, p. 149

- Cass. com. 22 mai 2007, *Rev. sociétés* 2007, p. 827

- Cass. com. 17 juin 2008, *Rev. sociétés* 2008, p. 826

BARBRY (P.)

- Cass. civ. 4 juin 1946 *Motte*, *S.* 1947, I, p. 153,

BASTIAN (D.)

- Cass. civ. 4 juin 1946 *Motte*, *JCP* 1947, II, p. 3518

- Cass. com. 25 juill. 1949, *JCP* 1950, II, 5798, 1<sup>ère</sup> esp.

- TC Seine 23 oct. 1950, *JCP* 1951, 2, 6342

- Cass. civ. sect. com. 14 mars 1950, *S.* 1950, I, p. 174

- Lyon 5 mars 1951, *JCP* 1951, II, 6562

BATIFFOL (H.)

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 oct. 1972, *Rev. critique dr. int. privé* 1973, p. 520

BENAC-SCHMIDT (F.)

- Cass. com. 12 oct. 1993, *Rev. sociétés* 1994, p. 283

BERNARD (N.)

- Cass. com. 26 avr. 1971 *JCP éd. G* 1972, II, n° 16986

BERTREL (J.P.),

- Cass. com. 4 janv. 1994, *Dr. et patrimoine* juill.-août 1994, p. 69

BESNARD-GOUDET (R.)

- Cass. com. 5 oct. 1999, *JCP éd. E* 2000, n° 14, p. 612

BESSON (A.)

- Cass. civ. 9 févr. 1937, *D.* 1937, I, p. 73

BISMUTH (J.-L.)

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 oct. 1972, *Rev. sociétés* 1974, p. 127

**BLANC (G.)**

- Cass. com. 9 févr. 1999, *JCP éd. G* 1999, II, 10168

**BOISMAIN (C.)**

- Cass. com. 4 mai 2010, *Les Petites aff.* 2010, p. 17

**BOIZARD (M.)**

- Cass. com. 5 oct. 1999, *D.* 1999, AJ, p. 69

- Paris, 14<sup>ème</sup> ch. A, 15 mars 2000, *D.* 2000, p. 303

**BOMPOINT (D.) et TORCK (S.)**

- AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Wendel*, *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avr. 2011, p. 88,

**BONDUELLE (P.) et TOLUB (B.)**

- Cass. com. 4 janv. 1994, *Dr. et Patrimoine* nov. 1994, p. 20

**BON-GARCIN (I.)**

- Cass. com. 9 avr. 1996, *D.* 1998, som. 65

**BONNARD (J.)**

- Cass. com. 27 juin 1989, *D.* 1990, p. 314

**BONNEAU (T.)**

- Montpellier 1<sup>ère</sup> ch., 10 nov. 1992, *Dr. sociétés* 1993, 113

- Cass. com. 12 oct. 1993, *Dr. sociétés* 1994, comm. 1

- Cass. com. 4 janv. 1994, *Dr. sociétés* 1994, comm. n° 45

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 2 mars 1994, *Dr. sociétés* mai 1994, n° 85

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 févr. 1995, *Dr. sociétés*, 1995, n° 112

- Cass. com. 13 févr. 1996, *Dr. sociétés* 1996, n° 93

- Cass. com. 12 mars 1996, *JCP éd. E* 1996, n° 15, p. 138

- Cass. com. 21 janv. 1997, *Dr. sociétés* 1997, n° 5, p. 4

- Cass. com. 5 oct. 1999, *Dr. sociétés* janv. 2000, n° 1

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 12 janv. 2000, *Dr. sociétés* 2000, n° 5, p. 12

- Cass. com. 10 oct. 2000, *Dr. sociétés* fév. 2001, n° 20, p. 10

- AMF, Commission des sanctions, déc. 10 mai 2007, *Aff. Tissier*, *Dr. sociétés* 2007, n° 12, comm. 224

- Paris 1<sup>ère</sup> ch. 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina*, *Dr. sociétés* oct. 2008, p. 39

- AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Wendel*, *Bull. Joly bourse* 2011, p. 257

**BORGA (N.)**

- Cass. com. 26 mai 2010, *D.* 2010, p. 2201

**BOSVIEUX (H.)**

- Cass. civ. 26 oct. 1943, *Journ. sociétés* 1945, p. 45

**BOULOC (B.)**

- Cass. com. 22 mai 1970, *D.* 1970, somm. 169 ; *Rev. sociétés* 1971, p. 66

- Cass. crim. 26 juin 1995, n° 93-81646, *Rev. sociétés* 1995, p. 56

- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *Rev. sociétés* 1996, p. 806,

- Cass. com. 19 déc. 2006, *RTD civ.* 2007, p. 591

- Cass. com. 26 mai 2010, *RTD com.* 2010, p. 601

**BOURSICAN (E.) et CHARDON (CH.)**

- Paris 1<sup>ère</sup> ch. 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina*, *RTDF* oct. 2008, p. 26

**BOUSQUET (J.-CL.)**

- Cass. com. 22 avr. 1976, *D.* 1977, p. 4

- Cass. com. 30 mai 1978, *D.* 1979, IR. 108 ; *Rev. sociétés* 1979, p. 361

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 6 févr. 1980, *D.* 1981, IR, p. 36

- Cass. com. 19 déc. 1983, *D.* 1985, IR, p. 136

**BOUSQUET (J.CL.) et BUGEJA (G.)**

- Cass. com. 16 janv. 1990, *D.* 1990, somm. p. 177

**BRIARD (J.-F.)**

- Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina*, *Rev. dr. banc. et fin.* mars 2008, p. 61

**BRUN (PH.)**

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *RDC* 2009, p. 143

BUREAU (D.)

- Cass. com. 12 déc. 1995, *Rev. sociétés* 1996, p. 55

- Cass. com. 12 mars 1996, *Rev. sociétés* 1996, p. 554

- Cass. com. 21 janv. 1997, *Rev. sociétés* 1997, p. 349

- Cass. com. 23 oct. 2007, *JCP* 2007, II, 10197

CABRILLAC (M.)

- Cass. com. 1<sup>er</sup> oct. 1985, *D.* 1986, p. 246

CABRILLAC (M.) et TEYSSIE (B.)

- Paris 3<sup>ème</sup> ch. A, 21 févr. 1984, *RTD Com.* 1984, n° 11, p. 106

CARBONNIER (J.)

- Cass. civ. 24 oct. 1950, *RTD civ.* 1951, p. 391

CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (F.) et WICKER (G.)

- Cass. com. 31 mars 2004, *JCP éd. E* 2004, p. 1510, n° 1

- Cass. com. 16 nov. 2004, *JCP éd. E* 2005, n° 4, p. 131

- Cass. com. 22 févr. 2005, *JCP éd. E* 2005, n° 27, 1046

- Cass. com. 23 oct. 2007, *JCP éd. E* 2008, n° 8, 1280

CERLES (A.)

- Cass. com. 26 mai 2010, *Rev. dr. banc.* 2010, n° 4, p. 142

CHABERT (C.)

- Paris ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH, Communication, Commerce électronique*, 2006, n° 12, comm. 158

CHAMPAUD (C.)

- Aix-en-Provence 23 mai 1974, *RTD com.* 1974, p. 526, n° 2

- Cass. com. 3 mars 1975, *RTD com.* 1976, p. 111

CHAMPAUD (C.) et DANET (D.)

- Versailles, 20 juin 1991, *RTD com.* 1992, p. 816

- Paris 12 nov. 1991, *RTD com.* 1992, p. 812

- Cass. com. 24 mai 1994, *RTD com.* 1994, p. 720

- Paris 17 mars 1998, *RTD com.* 1998, p. 362

- Cass. com. 13 nov. 2003, *RTD com.* 2004, p. 109

- Cass. com. 16 nov. 2004, *RTD com.* 2005, p. 111

- Cass. com. 22 févr. 2005, *RTD com.* 2005, p. 344

- Cass. civ. 1<sup>re</sup> 19 avr. 2005, *RTD com.* 2005, p. 527

- Cass. com. 4 mai 2010, *RTD com.* 2010, p. 563

CHAMPAUD (C.) et LE FLOCH (P.)

- Cass. com. 20 mai 1986, *RTD com.* 1987, p. 66

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 7 avr. 1987, *RTD com.* 1988, p. 66 n° 5

CHARTIER (Y.)

- Cass. com. 17 mai 1983, *D.* 1985, II, p. 125

- Cass. com. 30 mai 1989, *Rev. sociétés* 1989, p. 641

- Cass. com. 6 juin 1990, *Rev. sociétés* 1990, p. 606

- Cass. com. 29 nov. 1994, *D.* 1995, p. 252

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 févr. 1995, *D.* 1995, p. 252

- Cass. com. 26 mars 1996, *Rev. sociétés* 1996, p. 799

CHARTIER (Y.) et MESTRE (J.)

- Cass. com. 18 avr. 1961, in *Les grandes décisions de la jurisprudence, Les sociétés*, Puf, n° 12

CHAZAL (J.-P.) et REINHARD (Y.)

- Paris, 14<sup>ème</sup> ch. A, 15 mars 2000, *RTD com.* 2000, p. 675

- Cass. com. 18 juin 2002, n° 99-11999, *RTD com.* 2002, p. 496

CHERON (A.)

- Cass. civ. 26 oct. 1943, *D. C.* 1944, p. 93

CHOLEY-COMBE (J.-Y.)

- Cass. com. 6 juin 1990, *D.* 1992, 56
- COHEN (F.) et LOUIT (J.-F.)
- Cass. com. 27 sept. 2005, *RTDF* 2006, n° 1, p. 93
- COLLART DUTILLEUL (F.)
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *RDC* 2008, p. 1239
- CONSTANTIN (A.)
- Cass. com. 1<sup>er</sup> juill. 2003, *Bull. Joly* 2003, p. 1137
- Cass. com. 22 nov. 2005, *JCP éd. E* 2006, p. 1463
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *JCP éd. E* 2008, I, 218
- COQUELET (M.-L.)
- Cass. com. 2 déc. 2008, *Dr. sociétés* 2009, n° 46
- Cass. com. 3 mars 2009, *Dr. sociétés* 2009, n° 110
- Cass. com. 18 mai 2010, *Dr. sociétés* 2010, comm. 156
- CORDONNIER (P.)
- Cass. civ. 21 oct. 1931, *DP* 1933, 1, p. 100
- Cass. civ. 7 avr. 1932, *D.* 1933, 1, p. 153
- COUDERT (M.-A.)
- Cass. com. 10 janv. 1972, *Rev. sociétés* 1973, p. 118
- COURET (A.)
- Cass. com. 24 mai 1994, *D.* 1994, p. 503
- Cass. com. 12 déc. 1995, *Bull. Joly* 1996, p. 200
- Cass. com. 5 oct. 1999, *Bull. Joly* 1999, p. 1104
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 12 janv. 2000, *Bull. Joly* 2000, p. 422
- Paris 15 mars 2000, *Bull. Joly* 2000, p. 625
- Cass. com. 18 juin 2002, *Rev. dr. bancaire et financier* sept.-oct. 2002, n° 207, p. 277
- TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *D.* 2004, p. 335
- Cass. com. 16 nov. 2004, *Rev. dr. bancaire* janv.-févr. 2005, p. 32
- Cass. com. 27 sept. 2005, *Bull. Joly* 2006, p. 92
- Cass. com. 4 mai 2010, *Rev. sociétés* 2010, p. 222
- COURET (A.) et DONDERO (B.)
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 13 avr. 2010, *Bull. Joly* 2010, p. 821
- Cass. com. 18 mai 2010, *JCP éd. E* 2010, 1562
- Paris, Pôle 1, ch. 3, 8 nov. 2011, *Bull. Joly* 2012, p. 209
- CREDOT (F.) et SAMIN (T.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *Rev. dr. banc. et fin* 2007, n° 2, p. 52
- CROCQ (P.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *RTD civ.* 2007, p. 160
- Cass. com. 26 mai 2010, *RTD civ.* 2010, p. 597
- Cass. com. 26 mai 2010, *D.* 2011, p. 305
- CUISANCE (A.)
- Cass. com. 21 avr. 1992, n° 90-20451, *Bull. Joly* 1992, p. 666
- DAIGRE (J.-J.)
- Cass. com. 17 janv. 1989, *Bull. Joly* 1989, p. 321
- Cass. com. 4 janv. 1994, *Bull. Joly* 1994, p. 249
- Cass. com. 17 mai 1994, *Bull. Joly* 1994, p. 816
- Cass. com. 13 févr. 1996, *Bull. Joly* 1996, p. 496
- Cass. com. 12 mars 1996, *Bull. Joly* 1996, p. 576
- Cass. com. 10 juin 1997, *Bull. Joly* 1997, p. 859
- Cass. com. 10 févr. 1998, *Bull. Joly* 1998, p. 767
- Cass. com. 9 févr. 1999, *Bull. Joly* 1999, p. 566
- TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *JCP éd. E* 2004, n° 7, 33
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 19 avr. 2005, *Bull. Joly* 2005, p. 1276
- Cass. com. 22 mai 2007, *Bull. Joly* 2007, p. 1065 ; *Defrénois* 30 déc. 2007, n° 24, p. 1720

- Paris pôle 5 ch. 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Wendel et M. Lafonta*, *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 404

DALSACE (A.)

- Cass. com. 18 avr. 1961, *S.* 1961, p. 257

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.)

- Cass. com. 19 déc. 2006, *D.* 2007, p. 319

DANAT-DEMARET (S.)

- Cass. com. 17 mai 1994, *Rev. sociétés* 1994, p. 485

DANET (D.) ET CHAMPAUD (CL.)

- Cass. com. 26 mars 1996, *RTD Com.* 1996, p. 475

DARROIS (J.-M.)

- Paris, ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH, RLDA* janv. 2007, n° 12

DEBOISSY (FL.) et WICKER (G.)

- TC Paris, ord. référé, 3 août 2011, *JCP éd. E* 2011, n° 47, 1826

DELAUME (G.-R.)

- Alger, 26 juin 1946, *S.* 1948, 2, p. 65

DELPECH (X.)

- Paris ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *D.* 2006, p. 2241

- Cass. com. 19 déc. 2006, *D.* 2007, p. 76

DELVAL (M.)

- Cass. com. 4 janv. 1994, *Gaz. Palais* 1995, 1, p. 1

DESJARDINS

- Cass. civ. 29 janv. 1894, *D.* 94, I, p. 313

DIDIER (P.)

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 4 avr. 1991, *Rev. Sociétés* 1991, p. 737

DIENER (P.)

- Civ. 3<sup>ème</sup> 22 juin 1976, *D.* 1977, p. 619

DINTHILAC (J.-P.)

- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *RJDA* 8-9/1996, p. 728,

DOM (J.-PH.)

- Cass. com. 9 févr. 1999, *RJ com.* 1999, p. 269

- Paris, 25<sup>ème</sup> ch. sect. B, 12 mai 2000, *Bull. Joly* 2000, p. 1142

DONDERO (B.)

- Cass. com. 29 nov. 2006, *Rev. sociétés* 2007, p. 319

- Cass. com. 1<sup>er</sup> juill. 2008, *Bull. Joly* 2009, n° 3, p. 244

- Cass. com. 2 déc. 2008, *D.* 2009, p. 780

- Cass. com. 4 mai 2010, *Bull. Joly* 2010, p. 647

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 16 nov. 2011, *Bull. Joly* 2012, p. 103

- Cass. com. 30 mai 2012, *D.* 2012, p. 1581

DROZ (G.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 3 mai 1973, *Rép. Commaille*, 1974, p. 453

DUCOULOUX-FAVARD (CL.)

- Cass. crim. 26 juin 1995, *Petites aff.* 26 juill. 1995, n° 89, p. 44

DUHAMEL (J.-C.) et SCHRYVE (L.)

- Com. 31 mars 2004, *Les Petites aff.* 7 juill. 2004, n° 135, p. 21

DUPICHOT (J.)

- Cass. com. 22 avr. 1976, *Gaz. Palais* 1983, Pan., p. 239

- Cass. com. 15 juin 1982, *Gaz. Palais* 1983, 1, pan., p. 23

DURRY (G.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 19 févr. 1970, *RTD civ.* 1970, p. 785

ETAÏN (P.)

- Cass. com. 21 janv. 1997, *Les Petites aff.* 11 févr. 1999, n° 30, p. 15

FAGES (B.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *RTD civ.* 2008, p. 474
- Cass. com. 18 mai 2010, *RTD civ.* 2010, p. 553

FAVOREU (L.) et PHILIP (L.)

- CC, n° 81-132 DC, 16 janv. 1982, *Les grandes décisions du Conseil constitutionnel*, 16<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 2011, n° 14

FIORINA (D.)

- Cass. com., 22 févr. 2005, n° 03-17421, *Deffrénois* 2005, n° 22, p. 1792
- Cass. com. 31 mars 2004, *Deffrénois* 2005, p. 505

FOREST (G.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *D.* 2008, p. 1480

FORSCHBACH (T.),

- Cass. com. 10 janv. 1989, *D.* 1990, p. 250

FOUCHARD (PH.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 3 mai 1973, *Clunet* 1975, p. 74

GALLOIS-COCHET (D.)

- Versailles 12<sup>ème</sup> ch. sect. 2, 25 févr. 2010, *Hervey c/ SA Albert Menes*, n° 2010-008203, *JCP éd. E* août-sept. 2010, p. 19
- Cass. com. 4 mai 2010, *JCP éd. E* 2010, 729 ; *Droit des contrats* 2010, n° 6, p. 3
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 oct. 2010, *Bull. Joly* 2011, p. 21

GARÇON (J.-P.)

- Cass. com. 4 janv. 1994 et Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 2 mars 1994, *JCP éd. N* 1994, p. 269
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 31 mars 2004, *Bull. Joly* 2004, p. 998
- Cass. com. 22 févr. 2005, n° 03-17421, *JCP éd. N* 2005, n° 42, 1428
- Cass. com. 5 mai 2009, *Bull. Joly* 2009, p. 857

GAUDEMET (A.)

- AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Wendel*, « Chronique de droit financier et boursier », *D.* 2011, p. 855
- AMF 21 déc. 2011, déc. n° 211C2288 *Hermès International*, *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 53
- Cass. com. 30 mai 2012, n° 11-16272, *Bull. Joly* 2012, p. 615
- Paris pôle 5, ch. 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Wendel et M. Lafonta*, *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 51

GERMAIN (M.)

- Cass. com. 22 avr. 1976, « L'abus du droit de majorité – A propos de l'arrêt du 22 avr. 1976 », *Gaz. Palais* 1977, doct. 157
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 7 avr. 1987, *JCP éd. G* 1988, II, 21006
- Cass. com. 7 avr. 1987, *JCP éd. G* 1988, II, 21006

GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (M.-A.)

- Cass. com. 9 mars 1993, *RD banc.* 1993, n° 37, p. 132
- Cass. com. 12 déc. 1995, *Rev. dr. banc.* 1996, 27
- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *Rev. dr. bancaire et bourse* 1996, p. 175,
- Cass. com. 5 oct. 1999, *RD bancaire et bourse* 1999, p. 249

GERMAIN (M.) et P.-L. PERIN

- Limoges 28 mars 2012, n° 10/00576, *Bull. Joly* 2012, p. 623

GHESTIN (J.)

- Cass. com. 20 nov. 1979, *JCP éd. G* 1981, II, 19615

GIBIRILA (D.)

- Cass. com. 23 oct. 2007, *Deffrénois* 2008, n° 6, 3873

GIL (G.)

- Cass. com. 29 sept. 2009, *Bull. Joly* 2010, p. 23
- Cass. com. 10 nov. 2009, *Bull. Joly* 2010, p. 138

GODON (L.)

- Cass. com. 3 juill. 2001, *Rev. sociétés* 2002, p. 298
- Cass. com. 3 juin 2003, *Bull. Joly* 2004, p. 1049

GOUTAY (PH.) et LUYTON (E.)

- Cass. com. 22 oct. 2002, *Bull. Joly bourse* janv.-févr. 2003, p. 43

GOYET (CH.)



- Paris 15 mars 2000, *RTD com.* 2000, p. 694
- Paris 1<sup>ère</sup> ch. Sect.. H 2 avr. 2008, 07/11675, *RTD com.* 2008, p. 390

GRIMALDI (C.)

- Cass. com. 22 nov. 2005, *Dr. et patrimoine* oct. 2006, p. 30

GROSCLAUDE (L.)

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 avr. 2005, *RTD com.* 2005, p. 785

GROSLIERE (J.-C.)

- Cass. com. 15 déc. 1998, *Rev. dr. immobilier*, 1999, p. 264

GUILBERTEAU (M.)

- Cass. com. 15 févr. 1983, *Rev. sociétés* 1983, p. 593

GUYON (Y.)

- Cass. com. 10 janv. 1972, *JCP* 1972, II, 17134
- Cass. com. 21 mai 1973, *D.* 1974, p. 89
- Cass. com. 30 mai 1978, *JCP* 1979, II, 19087
- Paris 3<sup>ème</sup> ch. B, 19 mars 1981, *JCP éd. G* 1982, II, 19720
- Cass. com. 15 juin 1982, *Rev. sociétés* 1983, p. 329
- Cass. com. 3 juin 1986, *Rev. sociétés* 1986, p. 585
- Cass. com. 17 janv. 1989, *Rev. sociétés* 1989, p. 209
- Cass. com. 23 janv. 1990, *Rev. sociétés* 1990, p. 248
- Cass. com. 22 janv. 1991, *Rev. sociétés* 1991, p. 345
- Paris 29 mai 1992, *Rev. sociétés* 1992, p. 797
- Cass. com. 15 juill. 1992, *JCP éd. E* 1992, II, 375
- Cass. com. 9 mars 1993, *D.* 1993, p. 363
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 29 nov. 1994, *Rev. sociétés* 1995, p. 318
- Cass. com. 12 déc. 1995, *JCP éd. E* 1996, II, 798
- Cass. com. 21 janv. 1997, *JCP éd. E* 1997, II, 936
- Cass. com. 9 févr. 1999, *JCP éd. E*, 1999, p. 724
- Cass. com. 3 juill. 2001, *JCP éd. E* 2002, II, 76

HALLOUIN (J.-CL.)

- Cass. com. 21 janv. 1997, *D.* 1998, p. 293
- Cass. com. 9 févr. 1999, *D.* 2000, Somm. 231
- Cass. com. 31 mars 2004, *D.* 2004, somm., p. 2925
- Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185, *D.* 2010, p. 287
- Paris 15 mars 2000, *RJ com.* 1992, p. 205

HALLOUIN (J.-CL.) et LAMAZEROLLES (E.)

- Cass. com. 18 juin 2002, *D.* 2002, p. 3264
- Cass. com. 16 nov. 2004, *D.* 2005, p. 2950
- Cass. com. 22 févr. 2005, *D.* 2005, p. 2950
- Cass. com. 22 févr. 2005, *D.* 2005, p. 2950
- Cass. com. 22 nov. 2005, *D.* 2007, pan., p. 267
- Cass. civ. 2<sup>ème</sup> 13 juill. 2005, *D.* 2005, p. 2950
- Paris 3<sup>ème</sup> ch. 25 janv. 2007, *D.* 2008, p. 379
- Cass. com. 23 oct. 2007, *D.* 2009, p. 323
- Cass. com. 4 mai 2010, *D.* 2010, p. 2797

HALLOUIN (J.-CL.), LAMAZEROLLES (E.) et RABREAU (A.)

- Cass. com. 18 mai 2010, *D.* 2010, p. 2797

HAMON (L.)

- CC, n° 81-132 DC, 16 janv. 1982, *D.* 1983, jur. p. 169

HANNOUN (CH.)

- Cass. com. 16 janv. 1990, *JCP éd. G* 1991, II, 21748
- Paris 19 sept. 1991, *D.* 1991, IR, p. 238 ; *Bull. Joly* 1991, p. 1124

HEMARD (J.)

- Paris 14<sup>ème</sup> ch. 24 mai 1974, *Rev. sociétés* 1975, p. 101

- Cass. com. 23 oct. 1984, *Rev. sociétés* 1985, p. 62
- Cass. com. 1<sup>er</sup> oct. 1985, *RTD com.* 1986, p. 544

#### HEUGAS-DARRASPEN (H.)

- Cass. com. 4 mai 2010, *RDI* 2010, p. 372

#### HONORAT (J.)

- Cass. com. 20 mai 1986, *Defrénois* 1987, p. 609
- Cass. com. 23 janv. 1990, *Defrénois* 1991, p. 612
- Cass. com. 6 juin 1990, *Defrénois* 1991, p. 615
- Cass. com. 6 juill. 1993, *D.* 1994, somm. p. 81
- Cass. com. 15 déc. 1998, *Defrénois* 1999, p. 1184
- Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *Defrénois* 2005, p. 896
- Cass. com. 22 févr. 2005, *Defrénois*, 2006, p. 1138
- Cass. com. 8 mai 2005, *Defrénois* 2005, p. 172
- Cass. com. 7 mars 2006, *Defrénois* 2007, p. 70

#### HOUIN (R.)

- Cass. civ. sect. com. 14 mars 1950, *RTD com.* 1950, p. 426
- Cass. com. 10 juin 1960, *RTD com.* 1961, p. 392
- Cass. com. 30 janv. 1961, *RTD com.* 1961, p. 384
- Cass. com. 18 avr. 1961, *RTD com.* 1961, p. 634
- Cass. com. 6 juill. 1961, *RTD com.* 1962, p. 80, n° 2
- Cass. com. 21 mai 1963, *RTD com.* 1963, p. 891, n° 6
- Cass. com. 30 oct. 1967, *RTD com.* 1967, p. 131, n° 10
- Cass. com. 10 janv. 1972, *RTD com.* 1972, p. 644, n° 6
- Cass. com. 17 juin 1974, *RTD com.* 1975, p. 534

#### HOUPIN (CH.)

- Paris 11 nov. 1908, *Journ. sociétés* 1913, p. 56

#### HOUPIN (CH.) et BOSVIEUX (H.)

- Cass. req. 1<sup>er</sup> mars 1932, *Journ. sociétés* 1934, p. 64
- TC Seine 11 janv. 1938, *Journ. sociétés* 1938, p. 301

#### HOUTCIEFF (D.)

- Cass. com. 19 déc. 2006, *RLDC* févr. 2007, p. 29

#### HOVASSE (H.)

- Cass. com. 12 juill. 1993, *Defrénois* 1993, p. 1463
- Paris 6 avr. 1994, *Dr. sociétés* 1995, n° 105
- Cass. com. 17 mai 1994, *Defrénois* 1994, p. 1035
- Cass. com. 24 mai 1994, *Defrénois* 1994, p. 1015
- Paris 9<sup>ème</sup> ch. 16 mars 1995, *Tuffier, Dr. sociétés* 1995, n° 6, p. 11
- Cass. com. 13 févr. 1996, *Defrénois* 1996, p. 668
- Cass. com. 27 mai 1997, *Dr. sociétés* 1997, n° 133
- Cass. com. 10 juin 1997, *Dr. sociétés* 1997, n° 7-8, p. 18
- Cass. com. 9 févr. 1999, *Defrénois* 1999, 36991, n° 5, p. 625
- Cass. com. 5 oct. 1999, *Dr. sociétés* déc. 1999, n° 183
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 mars 2004, *JCP éd. E* 2004, n° 40, 1444
- Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *JCP éd. N.* 2004, n° 26, 1303 ; *Dr. sociétés* juin 2004, n° 107
- Cass. com. 18 juin 2002, *JCP* 2002, II, 10180
- Cass. com. 22 févr. 2005, *JCP éd. E* 2005, p. 1029
- Cass. com. 23 oct. 2007, *Dr. sociétés* 2007, n° 12, 219
- Cass. com. 29 janv. 2008, *Dr. sociétés* avr. 2008, n° 79, p. 28
- Cass. com. 12 févr. 2008, *JCP éd. E* 2008, p. 1478
- Cass. com. 3 mars 2009, *Dr. sociétés* mai 2009, n° 94, p. 22
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, *JCP éd. E*, n° 5, p. 1121
- Cass. com. 9 mars 2010, *Dr. sociétés* 2010, n° 5, p. 21
- Angers 23 mars 2010, *Dr. sociétés* 2010, n° 6, n° 112

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 sept. 2010, *JCP éd. E* 2010, p. 2028
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 26 mai 2011, *JCP éd. E* 2011, n° 26, p. 1499
- HUVELIN (P.)
- Lyon, 21 nov. 1894, *Annale dr. com.* 1895, p. 53
- JACOB (F.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *Banque et dr.* mars-avr. 2007, p. 61
- JACOMET (T.)
- Cass. com. 24 sept. 2002, *Bull. Joly* 2002, p. 1320
- JEANTET (F.-C.)
- CEDH, 8 juill. 1986, *Lithgow et autres c. Royaume-Uni*, *JCP éd. E* 1987, II, 14894
- JEANTIN (M.)
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 7 avr. 1987, *Rev. dr. bancaire* 1987, p. 92
- Cass. com. 22 janv. 1991, *Bull. Joly* 1991, p. 389
- TC Paris 16 mars 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 526
- JEANTIN (M.) et VIANDIER (A.)
- Cass. com. 26 janv. 1988, *Rev. dr. bancaire* 1988, p. 130
- Cass. com. 7 juin 1988, *Rev. dr. bancaire* 1988, p. 172
- Cass. com. 27 juin 1989, *Rev. dr. banc.* 1989, p. 176
- JEOL (M.)
- Paris 3<sup>ème</sup> ch. B, 19 mars 1981, *D.* 1981, jur. p. 405 ; *JCP éd. G* 1982, II, 19720 (conclusions)
- JEULAND (E.)
- Cass. com. 26 mars 1996, *JCP éd. E* 1996, n° 48, p. 88
- KADDOUCH (R.)
- Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *Les Petites aff.* 10 déc. 2004, n° 247, p. 5
- Cass. com. 22 févr. 2005, n° 03-17421, *JCP éd. E* 2005, n° 25, 968
- Cass. com. 23 oct. 2007, *JCP éd. E* 2008, 1549
- KESSLER (G.)
- Cass. com. 22 févr. 2005, *D.* 2005, p. 973
- KUHN (C.)
- Cass. com. 7 mars 2006, *D.* 2006, p. 2897
- LACOUR (L.)
- Cass. civ. 29 janv. 1894, *D.* 94, I, p. 313
- LAFORTUNE (M.-A.)
- Cass. com. 31 mars 2004, *Gaz. Palais* 2004, p. 1887
- LANGLAIS (J.-P.) et GHESQUIERES (L.)
- Cass. com. 23 oct. 2007, *Les Petites aff.* 14 déc. 2007, p. 4
- LANGLES (T.)
- Cass. com. 12 mars 1996, *D.* 1997, p. 133
- LAROCHE (M.)
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, *D.* 2010, p. 745
- LARROUMET (CH.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *D.* 2007, p. 344
- Cass. com. 6 juill. 1993, *JCP éd. G* 1993, II, 22153
- LASSALAS (CH.)
- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *Les Petites aff.* 18 nov. 1997, p. 7
- LEBOIS (A.)
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *Les Petites aff.* 13 oct. 2008, p. 13
- LE CANNU (P.)
- Cass. com. 10 janv. 1989, *Bull. Joly* 1989, p. 256
- Cass. com. 30 mai 1989, *Bull. Joly* 1989, p. 715
- Cass. com. 27 juin 1989, *Bull. Joly* 1989, p. 815
- Cass. com. 6 juin 1990, *Bull. Joly* 1990, p. 782

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 29 oct. 1990, *Bull. Joly* 1990, p. 1053
- Cass. com. 22 janv. 1991, *Defrénois* 1991, n° 15, p. 885
- Cass. com. 15 juill. 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 1083, n° 353
- Cass. com. 24 nov. 1992, *Bull. Joly* 1993, p. 224
- Versailles 13<sup>ème</sup> ch., 9 avr. 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 631, § 208
- Cass. com. 9 mars 1993, *Bull. Joly* 1993, p. 537
- Cass. com. 29 juin 1993, *Bull. Joly* 1993, n°11, p. 1142
- Cass. com. 4 janv. 1994, *Defrénois*, 30 avr. 1994, n° 8, p. 556
- Cass. com. 24 mai 1994, *Bull. Joly* 1994, p. 797
- Cass. com. 29 nov. 1994, *Defrénois* 28 févr. 1995, n° 4, p. 260
- Cass. crim. 26 juin 1995, *Bull. Joly Bourse* 1995, n° 4, p. 285
- Cass. com. 13 févr. 1996, *Bull. Joly* 1996, p. 404
- Cass. com. 26 mars 1996, *Defrénois* 1996, p. 933
- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *Bull. Joly Bourse* nov.-déc. 1996, p. 597
- Paris 22 octobre 1996, *Bull. Joly* 1997, p. 15
- Cass. com. 21 janv. 1997, *Bull. Joly* 1997, p. 465
- Cass. com. 9 févr. 1999, *Rev. sociétés* 1999, p. 81
- Cass. com. 5 oct. 1999, *Defrénois* 2000, p. 40
- Cass. com. 31 mars 2004, *Rev. sociétés* 2004, p. 317
- Cass. com. 22 févr. 2005, *Rev. sociétés* 2005, p. 353
- Cass. com. 8 mai 2005, *Bull. Joly* 2005, p. 995
- Cass. 2<sup>ème</sup> civ. 13 juill. 2005, *Bull. Joly* 2005, p. 217
- Cass. com. 19 sept. 2006, *RTD com.* 2007, p. 174
- Cass. com. 29 nov. 2006, *Defrénois* 2007, p. 676
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 sept. 2007, *Bull. Joly* 2008, § 10, p. 35
- Cass. com. 29 nov. 2006, *Defrénois*, n° 9, p. 676
- Cass. com. 23 oct. 2007, *Rev. sociétés* 2007, p. 814
- Cass. com. 23 oct. 2007, *Bull. Joly* 2008, p. 103
- Paris 1<sup>ère</sup> ch. Sect. H 2 avr. 2008, 07/11675, *Rev. sociétés* 2008, p. 394
- Cass. com. 2 déc. 2008, *Rev. sociétés* 2009, p. 83
- Cass. com. 18 mai 2010, *Rev. sociétés* 2010, p. 374

#### LE CANNU (P.) et DONDERO (B.)

- Cass. com. 23 oct. 2007, *RTD com.* 2007, p. 791
- Cass. com. 23 mars 2010, *RTD com.* 2010, p. 379

#### LE DIASCORN (H.)

- Cass. com. 15 juill. 1992, *D.* 1993, p. 279

#### LE NABASQUE (H.)

- Versailles 13<sup>ème</sup> ch., 9 avr. 1992, *Dr. sociétés* 1992, n° 187
- Cass. com. 9 mars 1993, *Dr. sociétés* 1993, n° 95
- Cass. com. 17 mai 1994, *Dr. sociétés* juill. 1994, n° 142, p. 16
- Cass. com. 24 mai 1994, *Dr. sociétés* juill. 1994, n° 141
- Cass. com. 5 oct. 1999, *Rev. sociétés* 2000, p. 286
- Cass. com. 22 oct. 2002, *Rev. dr. banc. et fin.* janv.-févr. 2003, p. 36
- Cass. com. 16 nov. 2004, *Rev. sociétés* 2005, p. 593
- Cass. com. 22 févr. 2005, *Rev. sociétés* 2005, p. 593
- Cass. com. 29 janv. 2008, *Bull. Joly* 2008, p. 408
- Paris 1<sup>ère</sup> ch. sect. H 2 avr. 2008, 07/11675, *Bull. Joly* 2008, p. 411
- Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina*, *Bull. Joly* 2009, p. 135
- Cass. com. 27 oct. 2009, *Bull. Joly* 2010, p. 158
- Cass. com. 18 mai 2010, *Bull. Joly* 2010, p. 651
- AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Wendel*, *Rev. sociétés* 2011, p. 212
- Paris pôle 5 ch. 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Wendel et M. Lafonta*, *Rev. sociétés* 2012, p. 586

#### LECENE-MARENAUD (M.)

- Cass. com. 12 juill. 1993, *JCP éd. G* 1994, II, 559

- Cass. com. 4 janv. 1994, *Rev. sociétés* 1994, p. 278
- LECOMPTE (H.)
- Cass. civ. 7 avr. 1932, *Journ. sociétés* 1934, p. 289
- LECOURT (B.)
- Cass. com. 1er juill. 2003, *Rev. sociétés* 2004, p. 337
- LECUYER (H.)
- Cass. com. 27 sept. 2005, *Dr. sociétés* déc. 2005, n° 210
- Cass. com. 20 févr. 2007, *Dr. sociétés* mai 2007, n° 5, 88
- LEGEAIS (D.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *JCP éd G.* 2007, II, 10067
- Cass. com. 26 mai 2010, *RTD com.* 2010, p. 595
- LEGROS (J.-P.)
- Cass. com. 22 mai 2007, *Dr. sociétés* 2007, n°1 0, 178
- LEMOINE
- Cass. civ. 2<sup>ème</sup> 28 janv. 1954, *JCP éd. G* 1954, II, 7978 (Concl.)
- LEVASSEUR (G.)
- Cass. civ. 2<sup>ème</sup> 28 janv. 1954, *D.* 1954, p. 217
- LIBCHABER (R.)
- Cass. com. 22 nov. 2005, *Deffrénois* 2006, p. 605
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *Bull. Joly* 2008, p. 852
- LIENHARD (A.)
- Cass. com. 18 juin 2002, *D.* 2002, p. 2190
- Cass. com. 31 mars 2004, *D.* 2004, p. 1167
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 avr. 2005, *D.* 2005, p. 1230
- Cass. com. 8 mai 2005, *D.* 2005, p. 839
- Cass. com. 27 sept. 2005, *D.* 2005, p. 2681
- Cass. com. 23 oct. 2007, *D.* 2007, p. 2726
- Cass. com. 17 juin 2008, *D.* 2008, p. 1818
- Cass. com. 2 déc. 2008, *D.* 2009, p. 12
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 13 avr. 2010, *Rev. sociétés* 2010, p. 319
- Cass. com. 23 mars 2010, *Rev. sociétés* 2010, p. 170
- Cass. com. 4 mai 2010, *D.* 2010, p. 1206
- Cass. com. 4 mai 2010, *D.* 2010, p. 1278
- Cass. com. 18 mai 2010, *D.* 2010, p. 1345
- Cass. com. 26 mai 2010, *D.* 2010, p. 2201
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 26 mai 2011, *D.* 2011, p. 1480
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 9 juin 2011, *D.* 2011, p. 1616
- LOISEAU (G.)
- Cass. com. 7 mars 2006, *JCP éd. G* 2006, II, 10143
- LUCAS (F.-X.)
- Versailles 7 sept. 2000, *Bull. Joly* 2000, p. 1175
- Cass. com. 3 juill. 2001, *Dr. sociétés* 2001, comm. n° 163
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 mars 2004, *Dr. sociétés* 2004, n° 124, LUCAS (F.-X.)
- Cass. com. 30 nov. 2004, *Bull. Joly* 2005, p. 631
- Cass. com. 22 févr. 2005, *Bull. Joly* 2005, p. 961
- Cass. com. 27 sept. 2005, *RDC* 2006, p. 443
- Cass. com. 29 nov. 2006, *Rev. contrats* 2007, p. 422 et *Bull. Joly* 2007, p. 923
- Cass. com. 23 janv. 2007, *Bull. Joly* 2007, p. 610
- Cass. com. 17 juin 2008, *Bull. Joly* 2008, p. 965
- CJCE, « Les vergers du Vieux Tauves SA », 22 déc. 2008, affaire 48/07, *Bull. Joly* 2009, p. 613
- Cass. com. 3 mars 2009, *Bull. Joly* 2009, p. 583
- Cass. com. 4 mai 2010, *Bull. Joly* 2010, p. 660
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 9 juin 2011, *Bull. Joly* 2012, p. 40

- TC Paris, ord. référé, 3 août 2011, *Bull. Joly* 2011, p. 745

LUCAS DE LEYSSAC (M.-P.)

- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *JCP éd. E* 1997, I, 625

LUCHAIRE (F.)

- CC, décision n° 89-254 DC, 4 juill. 1989, *D.* 1990, p. 209

LYON-CAEN (CH.)

- Cass. civ. 30 mai 1892, *S.* 1892, I, p. 168

MADON (J.) et JACOMET (T.)

- Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *Bull. IV* 2004, n° 70, p. 71, *Bull. Joly* 2004, p. 836

MAINGUY (D.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 26 juin 2002, *JCP éd. E* 2003, p. 542, n° 3

MALLET-BRICOURT (B.)

- Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185, *D.* 2009, p. 2300

MALLET-BRICOURT (B.) et REBOUL-MAUPIN (N.)

- Cass. com. 7 mars 2006, *D.* 2006, p. 2363

MARMOZ (F.)

- Cass. com. 18 mai 2010, *D.* 2010, p. 2405

MARPEAU (B.) et PASTERNAK (J.)

- AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, Aff. Wendel, « Chronique de droit financier et boursier », *Journ. sociétés* sept. 2011, p. 30

MARTEAU-PETIT (M.)

- Cass. com. 30 mai 1989, *JCP* 1990, II, 21405

MARTIN LAPRADE (F.),

- Paris 1<sup>ère</sup> ch. 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina*, *Rev. sociétés* 2008, p. 644

- Cass. com. 27 oct. 2009, *Rev. sociétés* 2010, p. 112

MARTIN-SERF (A.)

- Cass. com. 8 mai 2005, *RTD com.* 2005, p. 599

MASSART (T.)

- Paris 25<sup>ème</sup> ch. sect. B, 21 déc. 2001, *Bull. Joly* 2002, p. 499

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup>, 16 sept. 2008, *Bull. Joly* 2009, p. 128

MATHEY (N.)

- Cass. com. 16 nov. 2004, *Bull. Joly* 2005, p. 270

MATTOUT (J.P.)

- Cass. com. 1<sup>er</sup> juill. 2008, *Rev. sociétés* 2008, p. 819

MAZEAUD (D.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 11 mai 2005, *RDC* 2006, p. 323

MEDUS (J.-L.)

- Paris 6 avr. 1994, *Rev. sociétés* 1994, p. 735

MERLE (PH.)

- Cass. com. 22 avr. 1976, *RJ com.* 1977, p. 93

- Cass. com. 15 juill. 1992, aff. Six, *Rev. sociétés* 1993, p. 400

- Cass. com. 9 mars 1993, *Rev. sociétés* 1993, p. 403

MESTRE (J.)

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 7 avr. 1987, *RTD civ.* 1987, p. 744, n° 3

- Cass. com. 27 juin 1989, *RTD civ.* 1989, p. 530

- Cass. com. 21 janv. 1997, *RTD Civ.* 1997 p. 652

MESTRE (J.) et FAGES (B.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup>, 26 juin 2002, *RTD civ.* 2003, p. 77

- Cass. com. 22 nov. 2005, *RTD civ.* 2006, p. 302

MEYNIAL (E.)

- Cass. req. 23 févr. 1891, *S.* 1892, 1, p. 73

MEZGER (E.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 3 mai 1973, *Rev. critique dr. int. pr.* 1974, p. 100
- MONSERIE-BON (M.-H.)
  - Cass. com. 17 juin 2008, *RTD com.* 2008, p. 588
  - Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185, *RTD com.* 2009, p. 167
  - Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, *RTD com.* 2010, p. 387
  - Cass. com. 4 mai 2010, *RTD com.* 2010, p. 571
- MORRIS-BECQUET (G.)
  - Cass. com. 5 oct. 1999, *D.* 2000, p. 552
- MORTIER (R.)
  - Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 sept. 2007, *Dr. sociétés* 2007, comm. 214
  - AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Wendel*, « Chronique de droit financier et boursier », *Dr. sociétés* juin 2011, comm. 114
  - Aix-en-Provence 1<sup>ère</sup> ch. 1 A, 22 nov. 2011, n° 10/08861, *SCI Marina*, *Bull. Joly* 2012, p. 318
- MOURY (J.),
  - Cass. com. 22 nov. 2005, *D.* 2006, p. 2793
  - Cass. com. 4 mai 2010, *Rev. sociétés* 2010, p. 577
- MOUSSERON (P.)
  - Cass. com. 31 mars 2004, *Bull. Joly* 2004, p. 1409
  - Cass. com. 3 nov. 2004, *Bull. Joly* 2005, p. 737
- MULLER (A.-C.),
  - Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina, Dr. et patrimoine* juill.-août 2009, p. 95
  - Cass. com. 27 oct. 2009, *L'essentiel Dr. contrats* déc. 2009, n° 11, p. 2
- NAVARRO (J.-L.) et AKHZAM (K.)
  - United States District Court, Southern District of New York, Vivendi Universal SA, 22 févr. 2010, *JCP éd. E* 2011, 1476
- NEVOT (M.)
  - Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 29 nov. 1994, *JCP éd. E* 1990, n° 16-17, II, 15755 et *JCP éd. G* 1990, n° 26, II, 21529
- NOIREL (J.)
  - Req. 23 juin 1941 et Paris 4 mai 1960, *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, 2<sup>ème</sup> éd., Biblio. dr. com., Sirey, 1976, p. 263
- OPPETTI (B.)
  - TC Paris 1<sup>er</sup> août 1974, *Rev. sociétés* 1974, p. 685
- PACLOT (Y.)
  - Cass. com. 9 mars 1993, *JCP éd. G* 1993, II, 22107
  - Cass. com. 12 mars 1996, *JCP éd. N* 1996, n° 43, p. 1515
  - Cass. com. 29 nov. 2006, *JCP éd. E* août 2007, p. 2033
  - Cass. com. 23 oct. 2007, *D.* 2008, p. 47
  - Paris 1<sup>ère</sup> ch. sect. H 2 avr. 2008, 07/11675, *JCP éd. E* 2008, n° 25, 1828
  - TC Nanterre, 6 mai 2008, *Rev. sociétés* 2008, p. 842
- PAILLER (P.)
  - Paris pôle 5 ch. 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Wendel et M. Lafonta*, *JCP éd. E* 2012, n° 31, 1487
- PAILLUSSEAU (J.)
  - Cass. com. 12 déc. 1995, *D.* 1996, p. 277
  - Cass. com. 23 oct. 2007, « La liberté contractuelle dans la société par actions simplifiée et le droit de vote », *D.* 2008, p. 1563
- PASQUALINI (F.)
  - Cass. com. 29 juin 1993, *Rev. sociétés* 1994, p. 63
- PEISSE (M.)
  - TGI Paris 14 mars 1973, *Gaz. Palais* 11 déc. 1973, II, p. 913
- PELLET (S.)
  - Cass. com. 10 févr. 2009, *Dr. et patrimoine* juin 2009, n° 182
- PELTIER (F.)
  - Paris 9<sup>ème</sup> ch. 16 mars 1995, *Tuffier, Banque et dr.* 1995, n° 40, p. 22
- PERCEROU (A.)

- Cass. req. 3 mai 1911, *DP* 1912, 1, p. 33
- PETTI (B.) ET REINHARD (Y.)
- Cass. com. 17 mai 1994, *RTD com.* 1996, p. 73
- Cass. com. 12 déc. 1995, *RTD com.* 1996, p. 294
- Cass. com. 21 janv. 1997, *RTD com.* 1997, p. 469
- PIEDELIEVRE (A.) ET DUPICHOT (J.)
- CC, n° 81-132 DC, 16 janv. 1982, *Gaz. Palais* 1982, 1, p. 67
- PIEDELIEVRE (S.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *Gazette du Palais* 24 mai 2007, n° 144, p. 11
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *JCP éd. N* 2009, n° 1, 1001
- PIETRANCOSTA (A.)
- Paris, ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *Rev. dr. banc. fin.* 2004, n° 2, p. 131
- PIGASSOU (P.)
- Cass. com. 21 janv. 1997, *Bull. Joly* 1997, p. 421
- PILLET (G.)
- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, *JCP éd. G* 2008, II, 10147
- PLANIOL (M.)
- Cass. civ. 9 juin 1890, *D.* 1890, I, p. 409
- PORACCHIA (D.)
- Cass. com. 31 mars 2004, *Dr. et patrimoine* juill.-août 2004, p. 110
- Cass. com. 23 juin 2004, *Dr. et patrimoine* 2004, déc. 2004, p. 96
- Cass. com. 16 nov. 2004, *Dr. et patrimoine* févr. 2005, 29
- Cass. com. 22 févr. 2005, n° 03-17421, *Dr. et patrimoine* mai 2005, n° 137, p. 102
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 19 avr. 2005, *Rev. sociétés* 2006, p. 111
- Cass. com. 27 sept. 2005, *Dr. et patrimoine* déc. 2005, 88
- Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185, *Dr. et patrimoine* mai 2009, p. 102
- QUOC VINH (N.) et FRANCK (C.)
- CC, n° 81-132 DC, 16 janv. 1982, *JCP éd. G* 1982, II, 19788
- RABREAU (A.)
- Cass. com. 31 mars 2004, *JCP éd. E* 2004, n° 25, p. 929, et *JCP éd. N* 2004, n° 39, p. 1453
- Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185, *JCP éd. E* 2009, 1450
- Cass. com. 4 mai 2010, *D.* 2010, p. 2797
- RANDOUX (R.)
- Cass. com. 17 juin 1974, *Rev. sociétés*, 1977, p. 84
- Cass. com. 3 mars 1975, *Rev. sociétés* 1975, p. 454
- Paris 19 févr. 1979, *Rev. sociétés* 1980, p. 283
- Cass. com. 10 mai 1986, *Rev. sociétés* 1986, p. 586
- Cass. com. 14 févr. 1989, *Rev. sociétés* 1989, p. 633
- Cass. com. 15 déc. 1998, *Rev. sociétés* 1999, p. 350
- Cass. com. 13 nov. 2003, *Rev. sociétés* 2004, p. 365
- Cass. com. 8 mai 2005, *Rev. sociétés* 2005, p. 618
- RAYNAUD (PH.)
- Cass. com. 9 mars 1993, *RJDA* 1993, p. 253
- REINHARD (Y.)
- Cass. com. 20 mai 1986, *RTD com.* 1987, p. 205
- Cass. com. 27 juin 1989, *RTD com.* 1990, p. 50
- Cass. com. 6 juin 1990, *RTD com.* 1990, p. 592, n° 3
- T. Roanne 13 sept 1991, *RTD com.* 1992, p. 202
- Cass. com. 15 juill. 1992, *RTD com.* 1993, p. 112
- Cass. com. 24 mai 1994, *Rev. sociétés* 1994, p. 708
- Cass. com. 29 nov. 1994, *Rev. sociétés* 1995, p. 714
- Cass. com. 9 févr. 1999, *RTD com.* 1999, p. 902
- TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *D.* 2004, p. 1800



- Cass. com. 27 sept. 2005, *D.* 2005, p. 2681

#### REUFEGERSTE (S.)

- Cass. com. 23 oct. 2007, *JCP éd. N* 2007, n° 49, 1324

#### REVET (T.)

- Cass. com. 31 mars 2004, *RTD civ.* 2004, p. 318

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 30 mai 2006, *RTD civ.* 2006, p. 589

- Cass. com. 7 mars 2006, *RTD civ.* 2006, p. 348

- Cass. com. 28 nov. 2006, *Bull. Joly* 2007, p. 363

- Cass. com. 29 nov. 2006, *RTD civ.* 2007, p. 153

- Cass. com. 2 déc. 2008, *Bull. Joly* 2009, p. 116 ; *RTD civ.* 2009, p. 137

#### REYGROBELLET (A.)

- Cass. com. 29 janv. 2008, *RTDF* 2008, n° 2, p. 52

#### RIASSETTO (I.)

- Cass. com. 22 févr. 2005, *Banque et dr. juill.-août* 2005, p. 58

- Cass. com. 27 sept. 2005, *Banque et dr. mars-avr.* 2006, 58

#### RIFFAULT-TRECA (J.)

- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres, Rev. science criminelle* 1997, p. 129

#### RIPERT (G.)

- Paris 18 juill. 1948, *D.* 1949, p. 411

#### RODIERE (R.)

- Paris 17 nov. 1965, *RTD com.* 1966, p. 611

#### RONTCHEVSKY (N.)

- Paris 15 mars 2000, *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 323

- TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *RTD com.* 2004, p. 334

- Paris, ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *RTD com.* 2006, p. 875

- Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina*, *RTD com.* 2008, p. 818

- Cass. com. 27 oct. 2009, *RTD com.* 2010 p. 173

#### ROUSSEAU (H.)

- Paris 28 nov. 1924, *S.* 1924, 2, 49

- Cass. civ. 7 avr. 1932, *S.* 1933, 1, p. 177

- Paris 19 juill. 1935, *S.* 1936, 2, p. 33

- Cass. com. 9 févr. 1937, *S.* 1937, 1, p. 129

#### ROUSSILLE (M.)

- Cass. com. 4 mai 2010, *Dr. sociétés* 2010, n° 7, 139

- Cass. com. 30 mai 2012, *Dr. sociétés* août-sept. 2012, p. 22

#### SAINT-ALARY (R.)

- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 20 juill. 1964, *RTD com.* 1965, p. 429

#### SAINTOURENS (B.)

- Com. 13 févr. 1996, *Rev. sociétés* 1996, p. 771

#### SAVAUX (E.)

- Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 26 juin 2002, *Defrénois* 2002, p. 1261

#### SCHMIDT (D.)

- Cass. com. 22 avr. 1976, *Rev. sociétés* 1976, p. 479

- Cass. com. 19 déc. 1983, *Rev. sociétés* 1985, p. 105

- TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 185

- Cass. com. 19 sept. 2006, *Rev. sociétés* 2007, p. 540

- Cass. com. 23 oct. 2007, *Bull. Joly* 2008, p. 101

- Cass. com. 27 oct. 2009, *D.* 2009, p. 2836

#### SCHOLER (P.)

- Cass. com. 19 mai 1998, *Bull. Joly* 1998, p. 1060

- Cass. com. 5 déc. 2000, *Bull. Joly* 2001, p. 883

- Cass. com. 10 oct. 2000, *Bull. Joly* 2001, p. 181

#### SEUBE (J.-B.) et REVET (T.)

- Cass. com. 7 mars 2006, *Dr. et patrimoine* nov. 2006, p. 103
- SIMON (F.-L.)
- TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *Rev. sociétés* 2004, p. 297
- STORCK (M.)
- Cass. com. 5 oct. 1999, *Banque et droit* janv.-févr. 2000, p. 62 ; *RTD com.* 2000, p. 138
- SYLVESTRE (S.)
- Cass. com. 18 juin 2002, *Bull. Joly* 2002, p. 1221
- TESTU (F.-X.)
- Cass. com. 15 déc. 1998, *D.* 1999, p. 516
- THALLER (E.)
- Cass. civ. 30 mai 1892 et Paris 15 mars 1890, *D.* 1893, I, p. 105
- Cass. req. 3 mars 1903, *D.* 1904, I, p. 257
- THERY (PH.)
- Cass. com. 19 déc. 2006, *Deffrénois* 2008, n° 4, p. 414
- THULLIER (B.)
- Cass. com. 31 mars 2004, *D.* 2005, p. 1424
- Cass. com. 22 févr. 2005, *D.* 2005, p. 1430
- Cass. com. 23 oct. 2007, *Deffrénois* 2008, n° 13, p. 1481
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, *Deffrénois* 2010, p. 741
- TORCK (S.)
- AMF, Commission des sanctions, déc. 10 mai 2007, *Aff. Tissier*, *Rev. dr. banc.* nov.-déc. 2007, p. 64
- TREBULLE (F.-G.)
- Paris 29 mars 2002 *Affaire Gremillet*, *Dr. sociétés* 2003, n° 100
- Cass. com. 1<sup>er</sup> juill. 2003, *Dr. sociétés* 2003, n° 185
- Cass. com. 22 févr. 2005, *Dr. sociétés* juin 2005, comm. n° 107
- VATINET (R.)
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 29 nov. 1994, *Rev. sociétés* 1990, p. 444
- VAUPLANE (H.) (DE)
- Cass. com. 10 juin 1997, *Banque et Droit* 1997, n° 55, p. 30
- VAUPLANE (H.) (DE), DAIGRE (J.-J.), DE SAINT-MARS (B.) et BORNET (J.-P.)
- United States District Court, Southern District of New York, Vivendi Universal SA, 22 févr. 2010, *Banque et droit* 2011, n° 136, p. 48
- AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Aff. Wendel*, « Chronique de droit financier et boursier », *Banque et Droit* mars-avr. 2011, p. 46
- VAUPLANE (H.) (DE) et PELTIER (F.)
- Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, *Banque et droit* n° 48, juill.-août 1996, p. 30
- VEAULX (B.) (DE)
- Poitiers 25 mars 1992, *Dr. sociétés* avr. 1993, p. 1
- VIANDIER (A.)
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 6 févr. 1980, *Rev. sociétés* 1980, p. 521
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 8 mars 1988, *Rev. sociétés* 1988, p. 409
- Cass. com. 10 janv. 1989, *JCP éd. G* 1989, II, 15492
- Cass. crim. 26 juin 1995, *JCP éd. G* 1996, n° 9, II, 22599
- Paris 15 mars 2000, *JCP éd. E* 2000, n° 20, p. 1046
- Cass. com. 10 oct. 2000, *JCP éd. E* 2001, p. 85
- Cass. com. 18 juin 2002, *JCP éd. E* 2002, 1556
- Cass. com. 31 mars 2004, *RJDA* juin 2004, n° 711
- Cass. com. 25 avr. 2006, *Rev. sociétés* 2006, p. 793
- Cass. com. 23 oct. 2007, *JCP éd. E* 2007, n° 27, 2433
- VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)
- Cass. com. 20 mai 1986, *JCP éd. E* 1986, I, 15846
- Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 7 avr. 1987, *JCP éd. E* 1987, I, 16644, n° 1
- Cass. com. 14 févr. 1989, *JCP éd. E* 1989, II, 15517, n° 2

- TC Paris 30 août 1989, *JCP éd. E*, 1990, II, 15677
- Cass. com. 6 juin 1990, *JCP éd. E* 1990, II, 15838, n° 3
- Cass. com. 22 janv. 1991, *JCP éd. E* 1991, I, 61, n° 5
- Cass. com. 29 juin 1993, *JCP éd. E* 1993, I, 288
- Cass. com. 29 nov. 1994, *JCP éd. E* 1995, I, 447, n° 11
- Cass. com. 4 janv. 1994, *JCP éd. E* 1994, I, 363, n° 4
- Cass. com. 12 déc. 1995, *JCP éd. E* 1996, I, 541
- Paris 13 févr. 1996, *JCP éd. E* 1996, I, 589, comm. n° 11
- Cass. com. 3 juin 1998, *JCP éd. E* 1998, p. 1304
- Cass. com. 5 oct. 1999, *JCP éd. E* 2000, p. 29
- Cass. com. 29 janv. 2008, *JCP éd. E* 2008, n° 17, 1550

VIRASSAMY (G.)

- Cass. com. 23 janv. 1990, *D.* 1991, p. 333

WAHL (A.)

- Tribunal de Naples 6 août 1909, *S.* 1910, IV, p. 1

ZABALA (B.)

- Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina, Bull. Joly Bourse* 2008, p. 389

ZENATI (F.)

- Cass. com. 8 mars 1988, *RTD civ.* 1988, p. 348
- CC 4 juill. 1989, n° 89-254 DC, *RTD civ.* 1990, p. 519
- Cass. com. 6 juill. 1993, *RTD civ.* 1995, p. 397
- Cass. com. 12 juill. 1993, *RTD civ.* 1994, p. 381
- Cass. com. 4 janv. 1994, *RTD civ.* 1994, p. 644

## LISTE DES ARRETS, JUGEMENTS ET DECISIONS

### COUR DE CASSATION

- Cass. 14 févr. 1810, *S.* 1814, t. 14, 1, p. 105  
Cass. req. 21 déc. 1825, *S.* 1826, 1, p. 243  
Cass. 8 mars 1848, *DP* 1948, 1, p. 87  
Cass. req. 3 fév. 1862, *Journ. Palais* 1862, p. 707  
Cass. req. 14 juin 1882, *S.* 1882, 1, p. 483  
Cass. civ. 8 juill. 1887, *D.* 1889, p. 252  
Cass. civ. 9 juin 1890, *D.* 1890, I, p. 409, PLANIOL (M.) ; *S.* 1890, I, p. 305, T. C.  
Cass. req. 23 févr. 1891, *DP* 1891, 1, p. 337 ; *S.* 1892, 1, p. 73, MEYNIAL (E.) ; CAPITANT (H.), TERRE (F.) et LEQUETTE (Y.), *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, Dalloz, 11<sup>ème</sup> éd., 2000, n° 15-16  
Cass. civ. 30 mai 1892, *S.* 1892, I, p. 168, LYON-CAEN (CH.) ; *D.* 1893, I, p. 105, THALLER (E.)  
Cass. civ. 29 janv. 1894, *D.* 94, I, p. 313, LACOUR (L.) et conclusions de l'avocat général DESJARDINS  
Cass. civ. 11 juill. 1894, *S.* 1894, 1, p. 215  
Cass. civ. 1<sup>er</sup> mars 1897, *S.* 1897, 1, p. 444  
Cass. req. 3 mars 1903, *D.* 1904, I, p. 257, THALLER (E.)  
Cass. req. 28 avr. 1903, *S.* 1903, I, p. 472  
Cass. ch. réun., 11 mars 1914, *Caisse rurale de Manigod*, *DP* 1914, 1, p. 257, L.S. ; *S.* 1918-1919, 1, p. 103  
Cass. req., 31 janv. 1917, *Journ. sociétés* 1918, p. 158, H.B.  
Req. 25 fév. 1929, *DH* 1929, p. 161  
Cass. civ. 2 mars 1931, *DH* 1931, p. 285  
Cass. civ. 21 oct. 1931, *DP* 1933, 1, p. 100, CORDONNIER (P.)  
Cass. civ. 7 avr. 1932, *D.* 1933, 1, p. 153, CORDONNIER (P.) ; *S.* 1933, I, p. 177, ROUSSEAU (H.) ; *Journ. sociétés* 1934, p. 289, LECOMPTE (H.)  
Cass. req. 1<sup>er</sup> mars 1932, *Journ. sociétés* 1934, p. 6, HOUPIN (G.) et H. BOSVIEUX (H.)  
Cass. civ. 9 févr. 1937, *D.* 1937, I, p. 73, BESSON (A.) ; *S.* 1937, I, p. 129, ROUSSEAU (H.)  
Cass. req. 9 avr. 1941, *S.* 1941, 1, p. 141  
Cass. req. 23 juin 1941, comm. comp. avec Paris 4 mai 1960, *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, 2<sup>ème</sup> éd., Biblio. dr. com., *Sirey*, 1976, p. 263, NOIREL (J.) ; *Journ. sociétés* 1943, p. 209, R. D.  
Cass. civ. 7 juill. 1941, *DH* 1941, p. 370  
Cass. civ. 26 oct. 1943, *Journ. sociétés* 1945, p. 45, BOSVIEUX (H.) ; *D. C.* 1944, p. 93, CHERON (A.)  
Cass. civ. 4 juin 1946 *Motte*, *JCP* 1947, II, p. 3518, BASTIAN (D.) ; *S.* 1947, I, p. 153, BARBRY (P.)  
Cass. com. 25 juill. 1949, *Bull. civ. IV* 1949, n° 307, p. 784 ; *JCP* 1950, II, 5798, 1<sup>ère</sup> esp., BASTIAN (D.)  
Cass. civ. sect. com. 14 mars 1950, *S.* 1950, I, p. 174, BASTIAN (D.) ; *RTD com.* 1950, p. 426, HOUIN (R.)  
Cass. civ. sect. com. 14 mars 1951, *S.* 1951, 1, p. 185  
Cass. civ. 2<sup>ème</sup> 28 janv. 1954, n° 54-07081, *Bull. civ. II* 1954, n° 32, p. 20 ; *JCP éd. G* 1954, II, 7978, LEMOINE ; *D.* 1954, p. 217, LEVASSEUR (G.) ; CAPITANT (H.), TERRE (F.) et LEQUETTE (Y.), *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, Dalloz, 11<sup>ème</sup> éd., 2000, n° 15-16  
Cass. com. 29 juin 1959, *D.* 1959, somm. 114  
Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 2 mars 1960, *Bull. civ. I* 1960, n° 141  
Cass. com. 10 juin 1960, *Bull. civ. IV* 1960, n° 227 ; *RTD com.* 1961, p. 392, HOUIN (R.)  
Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 déc. 1960, *Bull. civ. I*, 1960, p. 468  
Cass. com. 30 janv. 1961, *Bull. civ. IV* 1961, n° 54 ; *RTD com.* 1961, p. 384, HOUIN (R.)  
Cass. com. 18 avr. 1961, *JCP éd. G* 1961, II, 12164, D. B. ; *D.* 1961, p. 661 ; *Les grandes décisions de la jurisprudence*, *Les sociétés*, Puf, 1988, n° 12, CHARTIER (Y.) et MESTRE (J.) ; *S.* 1961, p. 257, DALSACE (A.) ; *RTD com.* 1961, p. 634, HOUIN (R.)

Cass. com. 6 juill. 1961, *Bull. civ. IV* 1961, n° 318 ; *Rev. sociétés* 1962, p. 35, AUTESSERRE (J.) ; *RTD com.* 1962, p. 80, n° 2, HOUIN (R.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 5 déc. 1962, *Bull. civ. I* 1962, n° 253

Cass. com. 21 mai 1963, *RTD com.* 1963, p. 891, n° 6, HOUIN (R.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 20 juill. 1964, *Bull. civ. I*, n° 403 ; *RTD com.* 1965, p. 429, SAINT-ALARY (R.)

Cass. com. 9 nov. 1966, *JCP éd. G* 1967, II, 15250, R.D.M.

Cass. com. 30 oct. 1967, *Bull. civ. IV* 1967, n° 346 ; *RTD com.* 1967, p. 131, n° 10, HOUIN (R.)

Cass. com. 15 juill. 1969, *Bull. civ. IV* 1969, n° 271

Cass. com. 16 févr. 1970, n° 68-13764, *Bull. civ. IV* 1970, n° 59, p. 56

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 19 févr. 1970, n° 68-13866, *Bull. civ. III* 1970, n° 123, p. 90 ; *RTD civ.* 1970, p. 785, DURRY (G.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 15 mai 1970, n° 68-13973, *Bull. civ. III* 1970, n° 340, p. 248

Cass. com. 22 mai 1970, *D.* 1970, somm. 169 ; *Rev. sociétés* 1971, p. 66, BOULOC (B.)

Cass. com. 26 avr. 1971, n° 69-10265, *Bull. civ. IV*, n° 104, p. 82 ; *JCP éd. G* 1972, II, n° 16986, BERNARD (N.) ; *Rev. sociétés* 1972, p. 248, J. G.

Cass. com. 10 janv. 1972, n° 70-11161, *Bull. civ. IV* 1972, n° 13, p. 12 ; *JCP* 1972, II, 17134, GUYON (Y.) ; *RTD com.* 1972, p. 644, n° 6, HOUIN (R.) ; *Rev. sociétés* 1973, p. 118, COUDERT (M.-A.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 oct. 1972, *Soc. Royal Dutch*, *Bull. civ. I* 1972, n° 204, p. 177 ; *Rev. sociétés* 1974, p. 127, BISMUTH (J.-L.) ; *Rev. critique dr. int. privé* 1973, p. 520, BATIFFOL (H.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 3 mai 1973, n° 70-13383, *Bull. civ. I* 1973, n° 143, p. 127 ; *Rev. critique dr. int. pr.* 1974, p. 100, MEZGER (E.) ; *Clunet* 1975, p. 74, FOUCHARD (PH.) ; *Rép. Commaillé*, 1974, p. 453, DROZ (G.)

Cass. com. 21 mai 1973, *D.* 1974, p. 89, GUYON (Y.)

Cass. com. 17 juin 1974, *RTD. Com.* 1975, p. 534, HOUIN (R.) ; *Rev. sociétés*, 1977, p. 84, RANDOUX (R.)

Cass. com. 3 mars 1975, n° 73-13721, *Bull. civ. IV* 1975, n° 68, p. 56 ; *RTD com.* 1976, p. 111, CHAMPAUD (CL.) ; *Rev. sociétés* 1975, p. 454, RANDOUX (D.)

Cass. com. 22 avr. 1976, n° 75-10735, *Bull. civ. IV* 1976, n° 131, p. 112 ; *D.* 1977, p. 4, BOUSQUET (J.-CL.) ; *Gaz. Palais* 1983, Pan., p. 239, DUPICHOT (J.) ; « L'abus du droit de majorité – A propos de l'arrêt du 22 avr. 1976 », *Gaz. Palais* 1977, doct. 157, GERMAIN (M.) ; *RJ com.* 1977, p. 93, MERLE (PH.) ; *Rev. sociétés* 1976, p. 479, SCHMIDT (D.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 22 juin 1976, *D.* 1977, p. 619, DIENER (P.)

Cass. com. 30 mai 1978, n° 76-14690, *Bull. civ. IV* 1978, n° 156, p. 133 ; *D.* 1979, IR. 108 ; *Rev. sociétés* 1979, p. 361, BOUSQUET (J.-C.) ; *JCP* 1979, II, 19087, GUYON (Y.)

Cass. com. 12 déc. 1978, *Bull. civ. IV* 1978, n° 306, p. 252

Cass. com. 20 nov. 1979, n° 77-15978, *Bull. civ. IV* 1979, n° 300 ; *D.* 1980, IR, p. 571, AUDIT (B.) ; *JCP éd. G* 1981, II, 19615, GHESTIN (J.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 6 févr. 1980, n° 78-12513, *Rev. sociétés* 1980, p. 521, VIANDIER (A.) ; *D.* 1981, IR, p. 36, BOUSQUET (J.-C.)

Cass. com. 3 nov. 1980, n° 79-11968, *Bull. civ. IV* 1980, n° 358

Cass. com. 27 oct. 1981, n° 80-13165, *Bull. civ. IV* 1981, n° 373, p. 296

Cass. com. 15 juin 1982, *Gaz. Palais* 1983, 1, pan., p. 23, DUPICHOT (J.) ; *Bull. Joly* 1984, p. 463, W. L. B. ; *Rev. sociétés* 1983, p. 329, GUYON (Y.)

Cass. com. 15 févr. 1983, *Rev. sociétés* 1983, p. 593, GUILBERTEAU (M.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 13 avr. 1983, *Bull. Joly* 1983, p. 512

Cass. com. 17 mai 1983, *D.* 1985, II, p. 125, CHARTIER (Y.)

Cass. com. 19 déc. 1983, *D.* 1985, IR, p. 136, BOUSQUET (J.-C.) ; *Rev. sociétés* 1985, p. 105, SCHMIDT (D.)

Cass. com. 23 oct. 1984, *Rev. sociétés* 1985, p. 62, HEMARD (J.)

Cass. com. 11 juin 1985, n° 84-10913, *Bull. civ. IV* 1985, n° 190, p. 159 ; *Rev. sociétés* 1986, p. 585, GUYON (Y.)

Cass. com. 1<sup>er</sup> oct. 1985, n° 84-12015, *Bull. civ. IV* 1985, n° 222, p. 184 ; *D.* 1986, p. 246, CABRILLAC (M.) ; *RTD com.* 1986, p. 544, HEMARD (J.)

Cass. com. 20 mai 1986, n° 85-16716, *Bull. civ. IV* 1986, n° 95 ; *Bull. Joly* 1986, p. 618 ; *Defrénois* 1987, p. 609, HONORAT (J.) ; *JCP éd. E* 1986, I, 15846, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.) ; *RTD com.* 1987, p. 66, CHAMPAUD (CL.) et LE FLOCH (P.) ; *RTD com.* 1987, p. 205, REINHARD (Y.)

Cass. com. 3 juin 1986, n° 85-12118, *Bull. civ. IV* 1986, n° 116, p. 98

Cass. com. 23 juin 1987, 86-13040, *Bull. civ. IV* 1987, n° 160, p. 121 ; *Bull. Joly* 1987, p. 624 ; *Defrénois* 1988, art. 34240, n° 4, HONORAT (J.) ; *D.* 1987, IR, p. 170

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 7 avr. 1987, n° 85-11774, *JCP éd. G* 1988, II, 21006, GERMAIN (M.) ; *JCP éd. E* 1987, I, 16644, n° 1, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.) ; *RTD com.* 1988, p. 66 n° 5, CHAMPAUD (C.) et LE FLOCH (P.) ; *Rev. dr. bancaire* 1987, p. 92, JEANTIN (M.) et VIANDIER (A.) ; *RTD civ.* 1987, p. 744, n° 3, MESTRE (J.)

Cass. com. 26 janv. 1988, n° 85-18618, *Bull. Joly* 1988, p. 193 ; *Rev. dr. bancaire* 1988, p. 130, JEANTIN (M.) et VIANDIER (A.)

Cass. com. 8 mars 1988, n° 86-15751, *Bull. civ. IV* 1988, n° 99, p. 69 ; *RTD civ.* 1988, p. 348, ZENATI (F.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 8 mars 1988, n° 86-11144, *Bull. civ. I* 1988, n° 67, p. 44 ; *Rev. sociétés* 1988, p. 409, VIANDIER (A.)

Cass. com. 7 juin 1988, n° 86-18955, *Bull. Joly* 1988, p. 581, n° 188 ; *Rev. dr. bancaire* 1988, p. 172, JEANTIN (M.) et VIANDIER (A.)

Cass. com. 22 nov. 1988, Korzilius, n° 86-18152, *Bull. civ. IV* 1988, n° 322, p. 216, *Bull. Joly* 1989, p. 84

Cass. com. 17 janv. 1989, n° 87-10966, *Bull. civ. IV* 1989, n° 28, p. 17 ; *Rev. sociétés* 1989, p. 209, GUYON (Y.) ; *Bull. Joly* 1989, p. 321, DAIGRE (J.-J.)

Cass. com. 14 févr. 1989, *Rev. sociétés* 1989, p. 633, RANDOUX (D.) ; *JCP éd. E* 1989, II, 15517, n° 2, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

Cass. com. 30 mai 1989, n° 87-18083, *Bull. civ. IV* 1989, n° 174, p. 115, *Bull. Joly* 1989, p. 715, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 1989, p. 641, obs. CHARTIER (Y.) ; *JCP* 1990, II, 21405, MARTEAU-PETIT (M.)

Cass. com. 10 janv. 1989, n° 87-12157, *Bull. civ. IV* 1989, n° 19, p. 11 ; *Bull. Joly* 1989, p. 256, LE CANNU (P.) ; *JCP éd. G* 1989, II, 15492, VIANDIER (A.) ; *D.* 1990, p. 250, FORSCHBACH (T.)

Cass. com. 27 juin 1989, n° 88-17654, *Bull. civ. IV* 1989, n° 209, p. 140 ; *D.* 1990, p. 314, BONNARD (J.) ; *Rev. dr. banc.* 1989, p. 176, JEANTIN (M.) et VIANDIER (A.) ; *Bull. Joly* 1989, p. 815, LE CANNU (P.) ; *RTD civ.* 1989, p. 530, MESTRE (J.) ; *RTD com.* 1990, p. 50, REINHARD (Y.)

Cass. com. 19 déc. 1989, n° 88-15270, *Dr. sociétés* 1990, comm. n° 157, note E.L.

Cass. soc. 23 janv. 1990, n° 86-14947, *Bull. V* 1990, n° 20, p. 13 ; *RTD com.* 1990, p. 433, ALFANDARI (E.) et JEANTIN (M.) ; *JCP éd. E* 1990, n° 16-17, II, 15755 et *JCP éd. G* 1990, n° 26, II, 21529, NEVOT (M.) ; *Rev. sociétés* 1990, p. 444, VATINET (R.)

Cass. com. 16 janv. 1990, n° 88-16265, *D. somm.* p. 177, BOUSQUET (J.-Cl.) et BUGEJA (G.) ; *JCP éd. G* 1991, II, 21748, HANNOUN (Ch.)

Cass. com. 23 janv. 1990, n° 87-17521, *Bull. civ. IV* 1990, n° 23, p. 15 ; *Rev. sociétés* 1990, p. 248, GUYON (Y.) ; *Defrénois* 1991, p. 612, HONORAT (J.) ; *D.* 1991, p. 333, VIRASSAMY (G.)

Cass. com. 6 juin 1990, n° 88-19420, 88-19783, *Bull. civ. IV* 1990, n° 171, p. 117 ; *Rev. sociétés* 1990, p. 606, CHARTIER (Y.) ; *D.* 1992, 56, CHOLEY-COMBE (J.-Y.) ; *Defrénois* 1991, p. 615, HONORAT (J.) ; LE CANNU (P.), *Bull. Joly* 1990, p. 782 ; *RTD com.* 1990, p. 592, n° 3, REINHARD (Y.) ; *JCP éd. E* 1990, II, 15838, n° 3, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 29 oct. 1990, n° 87-16605, *Bull. civ. I* 1990, n° 225, p. 160 ; *Bull. Joly* 1990, p. 1053, LE CANNU (P.)

Cass. com. 22 janv. 1991, n° 89-15725, *Bull. civ. IV* 1991, n° 39, p. 24 ; *Bull. Joly* 1991, p. 389, JEANTIN (M.) ; *Defrénois* 1991, n° 15, p. 885, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 1991, p. 345, GUYON (Y.) ; *JCP éd. E* 1991, I, 61, n° 5, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 4 avr. 1991, n° 89-17351, *Bull. civ. I* 1991, n° 129, p. 86 ; *Rev. sociétés* 1991, p. 737, DIDIER (P.)

Cass. com. 21 avr. 1992, n° 90-20451, *Bull. Joly* 1992, p. 666, CUISANCE (A.)

Cass. com. 19 mai 1992, n° 90-17324, *Bull. Joly* 1992, p. 779, LE CANNU (P.)

Cass. com. 2 juin 1992, n° 90-18381, *Bull. civ. IV* 1992, n° 218, p. 153

Cass. com. 15 juill. 1992, aff. *Six*, n° 90-17216, *Bull. civ. IV* 1992, n° 279, p. 194 ; *Rev. sociétés* 1993, p. 400, MERLE (Ph.) ; *JCP éd. G* 1992, II, 21944, BARBIÉRI (J.-F.) ; *JCP éd. E* 1992, II, 375, GUYON (Y.) ; *D.* 1993, p. 279, LE DIASCORN (H.) ; *Bull. Joly* 1992, p. 1083, n° 353, LE CANNU (P.) ; *RTD com.* 1993, p. 112, LIENHARD (A.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 juill. 1992, n° 90-19107, *Bull. civ. I*, n° 238, p. 157

Cass. com. 24 nov. 1992, n° 91-10699, *Bull. civ. IV* 1992, n° 367, p. 260 ; *Bull. Joly* 1993, p. 224, LE CANNU (P.)

Cass. com. 9 mars 1993, n° 91-14685, *Bull. civ. IV* 1993, n° 101, p. 69 ; GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (M.-A.), *RD banc.* 1993, n° 37, p. 132, GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (M.-A.) ; *D.* 1993, p. 363, GUYON (Y.) ; *Les petites affiches* 1993, n° 36, p. 12, P.M. ; *Bull. Joly* 1993, p. 537, LE CANNU (P.) ; *Dr. sociétés* 1993, n° 95, LE NABASQUE (H.) ; MERLE (P.), *Rev. sociétés* 1993, p. 403 ; *JCP éd. G* 1993, II, 22107, PACLOT (Y.) ; *RJDA* 1993, p. 253, RAYNAUD (Ph.) ; *JCP éd. E* 1993, II, 448, VIANDIER (A.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 10 mars 1993, n° 91-14781, *Bull. civ. III* 1993, n° 33, p. 21

Cass. com. 29 juin 1993, n° 91-14778, *Bull. civ. IV* 1993, n° 277, p. 195 ; *Bull. Joly* 1993, n° 11, p. 1142, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 1994, p. 63, PASQUALINI (F.) ; *JCP éd. E* 1993, I, 288, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

Cass. com. 6 juill. 1993, n° 91-12723, *Bull. civ. IV* 1993, n° 282, p. 200 ; HONORAT (A.), *D.* 1994, somm. p. 81 ; *JCP éd. G* 1993, II, 22153, LARROUMET (CH.) ; *RTD civ.* 1995, p. 397, ZENATI (F.)

Cass. com. 12 juill. 1993, n° 91-15667, *Bull. civ. IV* 1993, n° 292, p. 207 ; *Deffrénois* 1993, p. 1463, HOVASSE (H.) ; *JCP éd. G* 1994, II, 559, LECENE-MARENAUD (M.) ; *RTD civ.* 1994, p. 381, ZENATI (F.)

Cass. com. 12 oct. 1993, n° 91-13966, *Bull. civ. IV* 1993, n° 330, p. 237 ; *Rev. sociétés* 1994, p. 283, BENAC-SCHMIDT (F.) ; *Dr. sociétés* 1994, comm. 1, BONNEAU (T.)

Cass. com. 23 nov. 1993, n° 91-19409, *Bull. civ. IV* 1993, n° 431 p. 313

Cass. com. 7 déc. 1993, n° 91-22217, *Bull. civ. IV* 1993 ; *Bull. Joly* 1994, p. 180, LAMBERT (T.) ; *Rev. sociétés* 1994, p. 72, CHARTIER (Y.)

Cass. com. 4 janv. 1994, n° 91-20256, *Bull. civ. IV* 1994, n° 10, p. 8, n° 466, p. 339 ; *Dr. et Patrimoine* juill.-août 1994, p. 69, BERTREL (J.-P.) ; *Dr. et Patrimoine* nov. 1994, p. 20, BONDUELLE (P.) et TOLUB (B.) ; *Dr. sociétés* 1994, comm. n° 45, BONNEAU (T.) ; *Bull. Joly* 1994, p. 249, DAIGRE (J.-J.) ; *Gaz. Palais* 1995, 1, p. 1, DELVAL (M.) ; *Deffrénois*, 30 avr. 1994, n° 8, p. 556, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 1994, p. 278, LECENE-MARENAUD (M.) ; *Quot. Jur.* 3 févr. 1994, n° 10, p. 4, P.M. ; *JCP éd. E* 1994, I, 363, n°4, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.J.) ; *RTD civ.* 1994, p. 644, ZENATI (F.)

Cass. com. 17 mai 1994, n° 91-21364, *Bull. civ. IV* 1994, n° 183, p. 145 ; *Bull. Joly* 1994, p. 816, DAIGRE (J.-J.) ; *Deffrénois* 1994, p. 1035, HOVASSE (H.) ; *Rev. sociétés* 1994, p. 485, DANAT-DEMARET (S.) ; *Dr. sociétés* juill. 1994, n° 142, p. 16, LE NABASQUE (H.) ; *RTD com.* 1996, p. 73, PETIT (B.) et REINHARD (Y.)

Cass. com. 24 mai 1994, n° 92-14380, *Bull. civ. IV* 1994, n° 189 p. 151 ; *RTD Com.* 1994, p. 720, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.) ; *D.* 1994, p. 503, COURET (A.) ; *Deffrénois* 1994, p. 1015, HOVASSE (H.) ; LE CANNU (P.), *Bull. Joly* 1994, p. 797 ; *Dr. sociétés* juill. 1994, n° 141, LE NABASQUE (H.) ; *Rev. sociétés* 1994, p. 708, REINHARD (Y.) ; *Petites affiches*, 25 octobre 1994, n° 85, P. M.

Cass. com. 29 nov. 1994, n° 93-11375, *Bull. Joly* 1995 n° 2, p. 17, BARBIERI (J.-F.) ; *D.* 1995, p. 252, CHARTIER (Y.) ; *Deffrénois* 28 févr. 1995, n° 4, p. 260, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 1995, p. 714, REINHARD (Y.) ; *JCP éd. E* 1995, I, 447, n° 11, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 29 nov. 1994, n° 92-18018, *Bull. civ. I* 1994, n° 344, p. 248 ; *RTD com.* 1996, p. 86, ALFANDARI (E.) et JEANTIN (M.) ; *Rev. sociétés* 1995, p. 318, GUYON (Y.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 28 févr. 1995, *Bull. Joly* 1995, n° 5, p. 424, BARBIERI (J.-F.) ; *Dr. sociétés*, 1995, n° 112, BONNEAU (T.) ; *D.* 1995, p. 252, CHARTIER (Y.)

Cass. crim. 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635 ; *Rev. sociétés* 1995, p. 562, BOULOC (B.) ; *Petites aff.* 26 juill. 1995, n° 89, p. 44, DUCOULOUX-FAVARD (CL.) ; *Bull. Joly Bourse* 1995, n° 4, p. 285, LE CANNU (P.) ; *JCP éd. G* 1996, n° 9, II, 22599, VIANDIER (A.)

Cass. com. 12 déc. 1995, n° 93-21304, *Bull. civ. IV* 1995, n° 302, p. 277 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 55, BUREAU (D.) ; *Bull. Joly* 1996, p. 200, COURET (A.) ; *Rev. dr. banc.* 1996, 27, GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (A.-M.) ; *JCP éd. E* 1996, II, 798, GUYON (Y.) ; PAILLUSSEAU (J.), *D.* 1996, p. 277 ; *RTD com.* 1996, p. 294, PETIT (B.) et REINHARD (Y.) ; *JCP éd. E* 1996, I, 541, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

Cass. crim. 30 mai 1996, *Tuffier et autres*, n° 95-82487, *Bull. crim.* 1996, n° 224, p. 625 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 806, BOULOC (B.) ; *Rev. science criminelle* 1997, p. 129, RIFFAULT-TRECA (J.) ; *Bull. Joly Bourse* nov.-déc. 1996, p. 597, LE CANNU (P.) ; *Rev. dr. bancaire et bourse* 1996, p. 175, GERMAIN (M.) et FRISON ROCHE (M.-A.) ; *Les Petites aff.* 18 nov. 1997, p. 7, LASSALAS (CH.) ; *Banque et droit* n° 48, juill.-août 1996, p. 30, DE VAUPLANE (H.) et PELTIER (F.) ; *JCP éd. E* 1997, I, 625, LUCAS DE LEYSSAC (M.-P.) ; *RJDA* 8-9/1996, p. 728, DINTHILAC (J.-P.)

Cass. com. 13 févr. 1996, n° 93-21140 et n° 94-12225, *Bull. civ. IV* 1996, n° 53, p. 41 ; *D. affaires* 1996, p. 397 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 771, SAINTOURENS (B.) ; *Bull. Joly* 1996, p. 404, LE CANNU (P.) ; *Deffrénois* 1996, p. 668, HOVASSE (H.) ; *Dr. sociétés* 1996, n° 93, BONNEAU (T.)

Cass. com. 13 févr. 1996, n° 93-13173, *Bull. civ. IV* 1996, n° 52, p. 40 ; *Bull. Joly* 1996, p. 496, DAIGRE (J.-J.)

Cass. com. 12 mars 1996, n° 93-17813, *Bull. civ. IV* 1996, n° 86, p. 71 ; *JCP éd. E* 1996, n° 15, p. 138, BONNEAU (T.) ; *Rev. sociétés* 1996, p. 554, BUREAU (D.) ; *Bull. Joly* 1996, p. 576, DAIGRE (J.-J.) ; *JCP éd. N* 1996, n° 43, p. 1515, PACLOT (Y.) ; *D.* 1997, p. 133, LANGLES (T.) ; *Dr. sociétés* 1996, n° 96 ; *D. aff.* 1996, chr. p. 494 ; *RJDA* 7/1996, n° 926

Cass. com. 26 mars 1996, n° 93-17895, *Bull. civ. IV* 1996, n° 98, p. 82 ; *Rev. sociétés* 1996, p. 799, CHARTIER (Y.) ; *RTD Com.* 1996, p. 475, DANET (D.) et CHAMPAUD (CL.) ; *JCP éd. E* 1996, n° 48, p. 88, JEULAND (E.) ; *Deffrénois* 1996, p. 933, LE CANNU (P.) ; *Bull. Joly* 1996, p. 681, SAINTOURENS (B.) ; *RJDA* 1996, p. 757, n° 1054

Cass. com. 9 avr. 1996, n° 94-11323, *Bull. civ. IV* 1996, n° 115 p. 9 ; *RJDA* 5/1996, n° 645 ; *D.* 1998, som. 65, BON-GARCIN (I.)

Cass. com. 22 oct. 1996, n° 94-12546, *Bull. civ. IV* 1996, n° 253, p. 217

Cass. com. 26 nov. 1996, n° 94-16309, *RJDA* 1997, p. 133, n° 210

Cass. com. 21 janv. 1997, n° 94-15207, *Bull. civ. IV* 1997, n° 25, p. 22, *Dr. sociétés* 1997, n° 5, p. 4, BONNEAU (T.) ; *JCP éd. E* 1997, II, 936, GUYON (Y.) ; *D.* 1998, p. 293, HALLOUIN (J.-CL.) ; *Le quotidien juridique* 1997, n° 16, p. 5, P.M. ; *RTD com.* 1997, p. 469, PETIT (B.) et REINHARD (Y.) ; *Bull. Joly* 1997, p. 421, PIGASSOU (P.)

Cass. com. 21 janv. 1997, n° 94-19016, *Rev. sociétés* 1997, p. 349, BUREAU (D.) ; *Petites affiches*, 11 févr. 1999, n° 30, p. 15, ETAIN (P.) ; *Bull. Joly* 1997, p. 465, LE CANNU (P.) ; *RTD Civ.* 1997 p. 652, MESTRE (J.) ; P. M., *Les Petites affiches* 25 févr. 1997, n° 16

Cass. com. 11 mars 1997, n° 94-20069, *Bull. civ. IV* 1997, n° 70, p. 63

Cass. com. 27 mai 1997, n° 95-11921, *Bull. civ. IV* 1997, *Dr. sociétés* 1997, comm. 133, HOVASSE (H.) ; *JCP éd. G* 1997, II, 22930 et *JCP éd. E* 1997 n° 49, 1026, STORCK (M.)

Cass. com. 10 juin 1997, n° 95-16235, *Bull. civ. IV* 1997, n° 186, p. 163 ; *Bull. Joly* 1997, p. 859, DAIGRE (J.-J.) ; *Banque et Droit* 1997, n° 55, p. 30, DE VAUPLANE (H.) ; *Dr. sociétés* 1997, n° 7-8, p. 18, HOVASSE (H.)

Cass. com. 10 févr. 1998, n° 95-21906, *Bull. Joly* 1998, p. 767, DAIGRE (J.-J.) ; *JCP éd. E* 1998, n° 15, p. 589 et n° 13, p. 489

Cass. com. 10 mars 1998, n° 95-2063, *Bull. civ. IV* 1998, n° 96, p. 78

Cass. com. 19 mai 1998, n° 95-18557, *Bull. Joly* 1998, p. 1060, SCHOLER (P.)

Cass. com. 3 juin 1998, n° 96-13891, *Bull. civ. IV*, n° 178, p. 146 ; *Bull. Joly* 1998, p. 921, A. C. ; *JCP éd. E* 1998, p. 1304, CAUSSAIN (J.-J.) et VIANDIER (A.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 9 déc. 1998, n° 97-10478, *Bull. civ. III* 1998, n° 243, p. 161

Cass. com. 15 déc. 1998, n° 97-15897, *Bull. civ. IV* 1998, n° 299, p. 247 ; *Rev. dr. immobilier*, 1999, p. 264, GROSLIERE (J.-C.) ; *Deffrénois* 1999, p. 1184, HONORAT (J.) ; *Rev. Sociétés* 1999, p. 350, RANDOUX (D.) ; *D.* 1999, p. 516, TESTU (F.-X.)

Cass. com. 9 févr. 1999, n° 96-17661, *Bull. civ. IV* 1999, n° 44, p. 36 ; *JCP éd. G* 1999, II, 10168, BLANC (G.) ; *Bull. Joly* 1999, p. 566, DAIGRE (J.-J.) ; *RJ com.* 1999, p. 269, DOM (J.-PH.) ; *JCP éd. E*, 1999, p. 724, GUYON (Y.) ; *D.* 2000. Somm. 231, HALLOUIN (J.-C.) ; *Deffrénois* 1999, 36991, n° 5, p. 625, HOVASSE (H.) ; *Rev. sociétés* 1999, p. 81, LE CANNU (P.) ; *RTD com.* 1999, p. 902, REINHARD (Y.) ; *D. aff.*, 1999, p. 563, M. B.

Cass. com. 5 oct. 1999, n° 97-17377, *Bull. civ. IV* 1999, n° 163, p. 137 ; *D.* 1999, AJ, p. 69, note BOIZARD (M.) ; *D.* 2000, p. 552, MORRIS-BECQUET (G.) ; *Bull. Joly* 1999, p. 1104, COURET (A.) ; *Dr. sociétés* déc. 1999, n° 183, HOVASSE (H.) ; *RD bancaire et bourse* 1999, p. 249, GERMAIN (M.) et FRISON-ROCHE (M.-A.) ; *JCP éd. E* 2000, p. 29, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.) ; *Deffrénois* 2000, p. 40, LE CANNU (P.) ; *Dr. sociétés* déc. 2000, n° 1, BONNEAU (T.) ; *Banque et droit* janv.-févr. 2000, p. 62, STORCK (M.) ; *JCP éd. E* 2000, n° 14, p. 612, BESNARD-GOUDET (R.) ; *RTD com.* 2000, p. 138, STORCK (M.) ; *Rev. sociétés* 2000, p. 286, LE NABASQUE (H.)

Cass. com. 16 nov. 1999, n° 97-10430

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 12 janv. 2000, n° 97-13155, *Bull. civ. III* 2000, n° 7, p. 5 ; *Dr. sociétés* 2000, n° 5, p. 12, BONNEAU (T.) ; *Bull. Joly* 2000, p. 422, COURET (A.)

Cass. com. 25 janv. 2000, n° 97-18431, *Bull. civ. IV* 2010, n° 21, p. 17

Cass. com. 10 oct. 2000, n° 98-10236 ; *JCP éd. E* 2001, p. 85, VIANDIER (A.) ; *Dr. sociétés* fév. 2001, n° 20, p. 10, BONNEAU (T.) ; *Bull. Joly* 2001, p. 181, SCHOLER (P.)

Cass. com. 5 déc. 2000, n° 98-12913, *Bull. Joly* 2001, p. 883, SCHOLER (P.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 déc. 2000, n° 98-10852, *Bull. civ. I* 2000, n° 328, p. 213

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 20 juin 2001, *Bull. civ. III* 2001, n° 79, p. 60

Cass. com. 3 juill. 2001, n° 01-16971, *Bull. civ. III* 2004, n° 67, p. 62 ; *JCP éd. E* 2002, II, 76, GUYON (Y.) ; *Dr. sociétés* 2001, comm. n° 163, LUCAS (F.-X.) ; *Rev. sociétés* 2002, p. 298, GODON (L.)

Cass. com. 18 juin 2002, n° 99-11999, *Bull. civ. IV* 2002, n° 108, p. 116 ; *RTD com.* 2002, p. 496, CHAZAL (J.-P.) et REINHARD (Y.) ; *Rev. dr. bancaire et financier* sept.-oct. 2002, n° 207, p. 277, COURET (A.) ; *D.* 2002, p. 3264, HALLOUIN (J.-C.) ; *JCP* 2002, II, 10180, HOVASSE (H.) ; *D.* 2002, p. 2190, LIENHARD (A.) ; *Bull. Joly* 2002, p. 1221, SYLVESTRE (S.) ; *JCP éd. E* 2002, 1556, VIANDIER (A.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 26 juin 2002, n° 00-20244, *Deffrénois* 2002, p. 1261, note SAVAUX (E.) ; *JCP éd. E* 2003, p. 542, n° 3, note MAINGUY (D.) ; *Deffrénois* 2002, p. 1261, SAVAUX (E.) ; *JCP éd. E* 2003, p. 542, n° 3, MAINGUY (D.) ; *RTD civ.* 2003, p. 77, MESTRE (J.) et FAGES (B.)

Cass. com. 24 sept. 2002, n° 98-22280, *Bull. Joly* 2002, p. 1320, JACOMET (T.)

Cass. com. 22 oct. 2002, n° 98-22772, *Rev. dr. banc. et fin.* janv.-févr. 2003, p. 36, LE NABASQUE (H.) ; *Bull. Joly bourse* janv.-févr. 2003, p. 43, GOUTAY (PH.) et LUYTON (E.) ; *Petites affiches* 12 août 1997, n° 64, P. M.

Cass. com. 3 juin 2003, n° 00-14386, *Bull. Joly* 2004, p. 1049, GODON (L.)

Cass. com. 1<sup>er</sup> juill. 2003, *JCP éd. E* 2003, n° 41, p. 1602 ; *RJDA* 2003, n° 1074 ; *Bull. Joly* 2003, p. 1137, CONSTANTIN (A.) ; *Rev. sociétés* 2004, p. 337, LECOURT (B.) ; *Dr. sociétés* 2003, n° 185, TREBULLE (G.)

Cass. com. 13 nov. 2003, n° 01-14062, *Bull. civ. IV* 2003, n° 169, p. 186 ; *RTD com.* 2004, p. 109, CHAMPAUD (CL.) et DANET (D.) ; *Rev. sociétés* 2004, p. 365, RANDOUX (D.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 mars 2004, n° 01-00416, *Bull. civ. I* 2004, n° 88 p. 71 ; *Dr. sociétés* 2004, n° 124, LUCAS (F.-X.) ; *JCP éd. E* 2004, n° 40, 1444, HOVASSE (H.)



Cass. com. 31 mars 2004, n° 03-16694, *Bull. civ. IV* 2004, n° 70, p. 71 ; *JCP éd. E* 2004, p. 1510, n° 1, CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (F.) et WICKER (G.) ; *Les Petites aff.* 7 juill. 2004, n° 135, p. 21, DUHAMEL (J.-C.) et SCHRYVE (L.) ; *Deffrénois* 2005, p. 505, FIORINA (D.) ; *D.* 2004, somm., p. 2925, HALLOUIN (J.-C.) ; *Deffrénois* 2005, p. 896, HONORAT (J.) ; *Dr. sociétés* juin 2004, n° 107 ; *JCP éd. N.* 2004, n° 26, 1303, HOVASSE (H.) ; *Les Petites aff.* 10 déc. 2004, n° 247, p. 5, KADDOUCH (R.) ; *Gaz. Palais* 2004, p. 1887, LAFORTUNE (M.-A.) ; *Rev. sociétés* 2004, p. 317, LE CANNU (P.) ; *D.* 2004, p. 1167, LIENHARD (A.) ; *Bull. Joly* 2004, p. 836, MADON (J.) et JACOMET (T.) ; *Dr. et patrimoine*, juill.-août 2004, p. 110, PORACCHIA (D.) ; *JCP éd. E* 2004, n° 25, p. 929, et *JCP éd. N* 2004, n° 39, p. 1453, RABREAU (A.) ; *RTD civ.* 2004, p. 318, REVET (T.) ; *D.* 2005, p. 1424, THULLIER (B.) ; *RJDA* juin 2004, n° 711, VIANDIER (A.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 31 mars 2004, n° 01-16971, *Bull. civ. III* 2004, n° 67, p. 62 ; *Bull. Joly* 2004, p. 998, GARÇON (J.-P.)

Cass. com. 31 mars 2004, n° 00-17423, *Bull. Joly* 2004, p. 1409, MOUSSERON (P.)

Cass. com. 23 juin 2004, n° 01-10106 et 01-14275, *Bull. civ. IV* 2004, n° 134, p. 148 et n° 135, p. 149 ; *RTD Com.* 2004 p. 740, CHAMPAUD (CL.) et DANET (D.) ; *RTD civ.* 2004, p. 487, HAUSER (J.) ; *Rev. sociétés* 2005 p. 131, LUCAS (F.-X.) ; *Dr. et patrimoine* 2004, déc. 2004, p. 96, PORRACHIA (D.) ; *Dr. sociétés* 2004, n° 10, comm. 163, TREBULLE (F.-G.) ; *D.* 2004, p. 2969, VIGNEAU (D.)

Cass. com. 3 nov. 2004, n° 00-20248 ; *RJDA* 2005, n° 401 ; *Bull. Joly* 2005, p. 737, MOUSSERON (P.)

Cass. com. 16 nov. 2004, n° 00-22713 ; *Bull. civ. IV*, n° 197, p. 224 ; *JCP éd. E* 2005, n° 4, p. 131, CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (F.) et WICKER (G.) ; *RTD com.* 2005, p. 111, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.) ; *Rev. dr. bancaire* janv.-févr. 2005, p. 32, COURET (A.) ; *D.* 2005, p. 2950, HALLOUIN (J.-CL.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, LE NABASQUE (H.) ; *Bull. Joly* 2005, p. 270, MATHÉY (N.) ; *Dr. et patrimoine* févr. 2005, 29, PORACCHIA (D.)

Cass. com. 30 nov. 2004, n° 01-12063, *Bull. Joly* 2005, p. 631, LUCAS (F.-X.)

Cass. com. 14 déc. 2004, n° 02-12417

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 18 janv. 2005, n° 01-17059, *Bull. civ. I* 2005, n° 28, p. 21

Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-14392, *Bull. civ. IV* 2005, n° 37, p. 42 ; *JCP éd. E* 2005, 1046, CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (FL.) et WICKER (G.) ; *RTD com.* 2005, p. 344, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.) ; *D.* 2005, p. 2950, HALLOUIN (J.-CL.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *Deffrénois*, 2006, p. 1138, HONORAT (J.) ; *JCP éd. E* 2005, p. 1029, HOVASSE (H.) ; *D.* 2005, p. 973, KESSLER (G.) ; *Rev. sociétés* 2005, p. 593, LE NABASQUE (H.) ; *D.* 2005, p. 644, LIENHARD (A.) ; *Bull. Joly* 2005, p. 961, LUCAS (F.-X.) ; *Banque et dr.* juill.-août 2005, p. 58, RIASSETTO (I.) ; *Dr. sociétés* juin 2005, comm. n° 107, TRÉBULLE (F.-G.)

Cass. com., 22 févr. 2005, n° 03-17421, *JCP éd. E* 2005, n° 27, 1046, CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (FL.) et WICKER (G.) ; *Deffrénois* 2005, n° 22, p. 1792, FIORINA (D.) ; *JCP éd. N* 2005, n° 42, 1428, GARÇON (J.-P.) ; *D.* 2005, p. 2950, HALLOUIN (J.-C.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *JCP éd. E* 2005, n° 25, 968, KADDOUCH (R.) ; *Rev. sociétés* 2005, p. 353, LE CANNU (P.) ; *Dr. et patrimoine* mai 2005, n° 137, p. 102, PORACCHIA (D.) ; *D.* 2005, p. 1430, THULLIER (B.)

Cass. com. 22 févr. 2005, n° 03-16336, *Rev. sociétés* 2005, p. 593, LE NABASQUE (H.) ; *D.* 2005, p. 2950, HALLOUIN (J.-C.) et LAMAZEROLLES (E.)

Cass. com. 22 févr. 2005, n° 02-13304, *Bull. civ. IV* 2005, n° 36, p. 41 ; *D.* 2005, p. 892, LIENHARD (A.) ; *Rev. sociétés* 2005, p. 820, PORACCHIA (D.)

Cass. com. 8 mars 2005, n° 02-11462

Cass. civ. 1<sup>ère</sup>, 19 avr. 2005, n° 01-17226, *Bull. civ. I* 2005, n° 187 ; *RTD com.* 2005, p. 527, CHAMPAUD (CL.) et DANET (D.) ; *Bull. Joly* 2005, p. 1276, DAIGRE (J.-J.) ; *RTD com.* 2005, p. 785, GROSCLAUDE (L.) ; *D.* 2005, p. 1230, LIENHARD (A.) ; *Rev. sociétés* 2006, p. 111, PORACCHIA (D.)

Cass. com. 8 mai 2005, n° 02-17692, *Bull. civ. IV* 2005, n° 47, p. 52 ; *D.* 2005, p. 839, LIENHARD (A.) ; *Deffrénois* 2005, p. 1720, HONORAT (J.) ; *Bull. Joly* 2005, p. 995, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 2005, p. 618, RANDOUX (D.) ; *RTD com.* 2005, p. 599, MARTIN-SERF (A.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 11 mai 2005, n° 03-21136, *Bull. civ. III* 2005, n° 103, p. 96 ; *RDC* 2006, p. 323, MAZEAUD (D.)

Cass. civ. 2<sup>ème</sup> 13 juill. 2005, n° 02-15904, *Bull. civ. II* 2005, n° 194, p. 172 ; *D.* 2005, p. 2950, HALLOUIN (J.-C.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *Bull. Joly* 2005, p. 217, LE CANNU (P.)

Cass. com. 27 sept. 2005, n° 02-14009 ; *RTDF* 2006, n° 1, p. 93, COHEN (F.) et LOUIT (J.-F.) ; *Bull. Joly* 2006, p. 92, COURET (A.) ; *Dr. sociétés* déc. 2005, n° 210, LECUYER (H.) ; *D.* 2005, p. 2681, LIENHARD (A.) ; *RDC* 2006, p. 443, LUCAS (F.-X.) ; *Dr. et patrimoine* déc. 2005, 88, PORACCHIA (D.) ; *D.* 2005, p. 2681, REINHARD (Y.) ; *Banque et dr.* mars-avr. 2006, 58, RIASSETTO (I.)

Cass. com. 22 nov. 2005, n° 04-12183, *Bull. civ. IV* 2005, n° 234 ; *D.* 2006, Pan. p. 2639, AMRANI MEKKI (S.) ; *RTD civ.* 2006, p. 149, BARBIERI (J.-F.) ; *JCP éd. E* 2006, p. 1463, CONSTANTIN (A.) ; *Dr. et patrimoine* oct. 2006, p. 30, GRIMALDI (C.) ; *D.* 2007, pan., p. 267, note HALLOUIN (J.-CL.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *Deffrénois* 2006, p. 605, LIBCHABER (R.) ; *RTD civ.* 2006, p. 302, MESTRE (J.) et FAGES (B.) ; *D.* 2006, p. 2793, MOURY (J.)

Cass. com. 7 mars 2006, n° 04-13569, *Bull. civ. IV* 2006, n° 62, p. 62 ; *D.* 2006, p. 2897, KUHN (C.) ; *D.* 2006, p. 2363, MALLET-BRICOUT (B.) et REBOUL-MAUPIN (N.) ; *JCP éd. G* 2006, II, 10143, LOISEAU (G.) ; *Deffrénois* 2007, p. 70, HONORAT (J.) ; *Dr. et patrimoine* nov. 2006, p. 103, SEUBE (J.-B.) et REVET (T.) ; *RTD civ.* 2006, p. 348, REVET (T.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 15 mars 2006, n° 04-19337, *Bull. civ. III* 2006, n° 71, p. 59

Cass. com. 25 avr. 2006, n° 01-15754 ; *Rev. sociétés* 2006, p. 793, VIANDIER (A.) ; *BRDA* 2006, n° 17, p. 2

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 30 mai 2006, n° 04-14749 ; *RTD civ.* 2006, p. 589, REVET (T.)

Cass. com. 19 sept. 2006, n° 04-14372 ; *RTD com.* 2007, p. 174, LE CANNU (P.) ; *Rev. sociétés* 2007, p. 540, SCHMIDT (D.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 25 oct. 2006, n° 05-16250

Cass. com. 28 nov. 2006, *Bull. civ. IV* 2006, n° 235, p. 258, n° 04-17486 ; *Bull. Joly* 2007, p. 363, REVET (T.)

Cass. com. 29 nov. 2006, n° 05-17009, *Bull. civ. III* 2006, n° 236, p. 200 ; *Rev. sociétés* 2007, p. 319, DONDERO (B.) ; *Défrénois* 2007, p. 676, LE CANNU (P.) ; *Rev. contrats* 2007, p. 422 et *Bull. Joly* 2007, p. 923, LUCAS (F.-X.) ; *JCP éd. E* août 2007, p. 2033, PACLOT (Y.) ; *RTD civ.* 2007, p. 153, REVET (T.)

Cass. com. 19 déc. 2006, n° 05-16395, *Bull. civ. IV* 2006, n° 250, p. 275 ; *RLDC* févr. 2007, p. 38, ANSAULT (J.-J.) ; *D.* 2007, p. 961, AYNES (L.) ; *RTD civ.* 2007, p. 591, BOULOC (B.) ; *JCP éd. G.* 2007, II, 10067, COHEN-BRANCHE (M.) (rapport), D. LEGEAIS (note) ; *Rev. dr. banc. et fin* 2007, n° 2, p. 52, CREDOT (F.) et SAMIN (T.) ; *RTD civ.* 2007, p. 160, CROCQ (P.) ; *D.* 2007, p. 319, DAMMANN (R.) et PODEUR (G.) ; *D.* 2007, p. 76, DELPECH (X.) ; *RLDC* mars 2007, , p. 29, HOUTCIEFF (D.) ; *Banque et dr.* mars-avr. 2007, p. 61, JACOB (F.) ; *D.* 2007, p. 344, LARROUMET (C.) ; *RTD civ.* 2007, p. 217, LEGEAIS (D.) ; *Gazette du Palais* 24 mai 2007, n° 144, p. 11, PIEDELIEVRE (S.) ; *Défrénois* 2008, n° 4, p. 414, THERY (PH.)

Cass. com. 20 févr. 2007 ; *Dr. sociétés* mai 2007, n° 5, 88, LECUYER (H.)

Cass. com. 22 mai 2007, n° 06-12193, *Bull. civ. IV* 2007, n° 139 ; *D.* 2007, p. 1668 ; *Rev. sociétés* 2007, p. 827, BARBIERI (J.-F.) ; *Dr. sociétés* 2007, n° 10, 178, LEGROS (J.-P.) ; *Bull. Joly* 2007, p. 1065, DAIGRE (J.-J.) ; *Défrénois* 30 déc. 2007, n° 24, p. 1720, DAIGRE (J.-J.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 19 sept. 2007, n° 06-11814, *Bull. civ. I* 2007, n° 276 ; *JCP éd. E* 2007, 2280 ; *BRDA* 19/2007, n° 1, p. 2 ; *Bull. Joly* 2008, § 10, p. 35, LE CANNU (P.) ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 214, MORTIER (R.)

Cass. com. 23 oct. 2007, n° 06-16537, *Bull. civ. IV* 2007, n° 225 ; *Les Petites aff.* 22 janv. 2008, p. 13, ALBORTCHIRE (A.) ; *JCP* 2007, II, 10197, BUREAU (D.) ; *JCP éd. E* 2008, n° 8, 1280, CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (F.) et WICKER (G.) ; *RTD com.* 2008, p. 566, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.) ; *Défrénois* 2008, n° 6, 3873, GIBIRILA (D.) ; *D.* 2009, p. 323, HALLOUIN (J.-C.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *Dr. sociétés* 2007, n° 12, 219, HOVASSE (H.) ; « L'irréductible droit de vote de l'associé », *JCP éd. E* 2008, 1549, KADDOUCH (R.) ; « Le droit de vote, droit fondamental de l'associé ? », *Les Petites aff.* 14 déc. 2007, p. 4, LANGLAIS (J.-P.) et GHESQUIERES (L.) ; *Rev. sociétés* 2007, p. 814, LE CANNU (P.) ; *RTD com.* 2007, p. 791, LE CANNU (P.) et DONDERO (B.) ; *D.* 2007, p. 2726, LIENHARD (A.) ; *D.* 2008, p. 47, PACLOT (Y.) ; *D.* 2008, p. 1563, PAILLUSSEAU (J.) ; *JCP éd. N* 2007, n° 49, 1324, REUFEGERSTE (S.) ; *Bull. Joly* 2008, p. 101, SCHMIDT (D.) ; *Défrénois* 2008, n°13, p. 1481, THULLIER (B.) ; *JCP éd. E* 2007, n° 27, 2433, VIANDIER (A.)

Cass. com. 23 oct. 2007, n° 06-16574, *Bull. Joly* 2008, p. 103, LE CANNU (P.)

Cass. com. 20 nov. 2007, n° 06-13055, *Bull. civ. IV* 2007, n° 250

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 20 déc. 2007, n° 06-13078, *Bull. civ. IV* 1992, n° 218, p. 153

Cass. com. 29 janv. 2008, n° 06-15698, *JCP éd. E* 2008, n° 17, 1550, VIANDIER (A.)

Cass. com. 29 janv. 2008, n° 06-19624, *Bull. civ. IV* 2008, n° 17 ; *Rev. sociétés* 2008, p. 589, DUBERTRET (M.) ; *D.* 2008, AJ, p. 481 ; *Dr. sociétés* avr. 2008, n° 79, p. 28, HOVASSE (H.) ; *Bull. Joly* 2008, p. 408, LE NABASQUE (H.) ; *RTFD* 2008, n° 2, p. 52, REYGRABELLET (A.)

Cass. com. 12 févr. 2008, n° 05-17085, *Bull. civ. IV* 2008, n° 33 ; *JCP éd. E* 2008, p. 1478, HOVASSE (H.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 27 mars 2008, n° 07-11721 ; *Dr. et patrimoine* févr. 2009, p. 120, AYNES (L.) et STOFFEL-MUNCK (PH.) ; *RDC* 2009, p. 143, BRUN (PH.) ; *RDC* 2008, p. 1239, COLLART DUTILLEUL (F.) ; *JCP éd. E* 2008, I, 218, CONSTANTIN (A.) ; *RTD civ.* 2008, p. 474, FAGES (B.) ; *D.* 2008, p. 1480, FOREST (G.) ; *Les Petites aff.* 13 oct. 2008, p. 13, LEBOIS (A.) ; *Bull. Joly* 2008, p. 852, LIBCHABER (R.) ; *JCP éd. N* 2009, n° 1, 1001, PIEDELIEVRE (S.) ; *JCP éd. G* 2008, II, 10147, PILLET (G.)

Cass. com. 17 juin 2008, n° 06-15045, *Bull. civ. IV* 2008, n° 718 ; *D.* 2008, p. 1818, LIENHARD (A.) ; *Rev. sociétés* 2008, p. 826, BARBIERI (J.-F.) ; *RTD com.* 2008, p. 588, MONSERIE-BON (M.-H.) ; *Bull. Joly* 2008, p. 965, LUCAS (F.-X.)

Cass. com. 1er juill. 2008, n° 06-19020, *Bull. civ. IV* 2008, n° 137, *Bull. Joly* 2009, n° 3, p. 244, DONDERO (B.) ; *Rev. sociétés* 2008, p. 819, MATTOU (J.-P.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 16 sept. 2008, n° 07-17892, *Bull. Joly* 2009, p. 128, MASSART (T.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 27 nov. 2008, n° 07-11282, *Bull. civ. I* 2008, n° 269

Cass. com. 2 déc. 2008, n° 07-19698 et 07-21667, *JCP éd. E* 2009, 1089

Cass. com. 2 déc. 2008, n° 08-13185 ; *Dr. sociétés* mars 2009, n° 46, COQUELET (M.-L.) ; *D.* 2009, p. 780, DONDERO (B.) ; *D.* 2010, p. 287, HALLOUIN (J.-CL.) ; *Rev. sociétés* 2009, p. 83, LE CANNU (P.) ; *D.* 2009, p. 12, LIENHARD (A.) ; *D.* 2009, p. 2300, MALLET-BRICOURT (B.) ; *RTD com.* 2009, p. 167, MONSERIE-BON (M.-H.) ; *Dr. et patrimoine* mai 2009, p. 102, PORACCHIA (D.) ; *CP éd. E* 2009, 1450, RABREAU (A.) ; *Bull. Joly* 2009, p. 116, REVET (T.) ; *RTD civ.* 2009, p. 137, REVET (T.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, n° 08-12344, *Bull. civ. I* 2009, n° 255 ; *BRDA* 2/2010, p. 2

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, n° 08-19895, *Bull. civ. I* 2009, n° 256

Cass. com. 3 mars 2009, n° 07-20515, *Dr. sociétés* mai 2009, n° 94, p. 22, HOVASSE (H.)

Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-12359 ; *Dr. sociétés* 2009, n° 110, COQUELET (M.-L.) ; *Bull. Joly* 2009, p. 583, LUCAS (F.-X.)

Cass. com. 5 mai 2009, n° 08-14044, *Bull. Joly* 2009, p. 857, GARÇON (J.-P.)

Cass. com. 27 oct. 2009, Arrêts Gecina, n° 08-18819, *Bull. civ. IV* 2009, n° 136 ; n° 08-17782 ; n° 08-18779 ; *Rev. sociétés* 2010 p. 112, MARTIN LAPRADE (F.) ; *RTD Com.* 2010 p. 173, RONTCHEVSKY (N.) ; *D.* 2009, p. 2836, SCHMIDT (D.)

Cass. com. 29 sept. 2009, n° 08-19937 ; *Bull. Joly* 2010, p. 23, GIL (G.)

Cass. com. 27 oct. 2009, n° 08-18819, *Bull. civ. IV* 2009, n° 136, n° 08-17782 et n° 08-18779 ; *Bull. Joly* 2010, p. 158, LE NABASQUE (H.) ; *Rev. sociétés* 2010, p. 112, MARTIN-LAPRADE (F.) ; *L'essentiel Dr. contrats* déc. 2009, n° 11, p. 2, MULLER (A.-C.) ; *RTD com.* 2010, p. 173, RONTCHEVSKY (N.) ; *D.* 2009, p. 2836, SCHMIDT (D.)

Cass. com. 10 nov. 2009, n° 08-19356 ; *Bull. Joly* 2010, p. 138, GIL (G.)

Cass. com. 15 déc. 2009, n° 08-20522, *Bull. civ. IV* 2009, n° 172

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 17 déc. 2009, n° 08-19805, *Bull. civ. I* 2009, n° 256 ; *D.* 2010, p. 745, LAROCHE (M.) ; *RTD com.* 2010, p. 387, MONSERIE-BON (M.-H.) ; *Defrénois* 30 mars 2010, n° 6, p. 741, THUILLIER (B.)

Cass. com. 9 mars 2010, n° 09-13036 ; *Dr. sociétés* 2010, n° 5, p. 21, HOVASSE (H.)

Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65039 ; *Rev. sociétés* 2010, p. 170, LIENHARD (A.) ; *RTD com.* 2010, p. 379, LE CANNU (P.) et DONDERO (B.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 13 avr. 2010, n° 09-65538, *Bull. Joly* 2010, p. 821, COURET (A.) et DONDERO (B.) ; *Rev. sociétés* 2010, p. 319, LIENHARD (A.)

Cass. com. 4 mai 2010, n° 08-20693, *Bull. civ. IV* 2010, n° 85 ; *RDI* 2010, p. 372, HEUGAS-DARRASPEN (H.) ; *D.* 2010, p. 1278, LIENHARD (A.) ; *Bull. Joly* 2010, p. 660, LUCAS (F.-X.) ; *RTD com.* 2010, p. 571, MONSÉRIÉ-BON (M.-H.) ; *Rev. sociétés* 2010, p. 577, MOURY (J.) ; *D.* 2010, p. 2797, RABRAU (A.)

Cass. com. 4 mai 2010, n° 09-13205, *Bull. civ. IV* 2010, n° 84 ; *Petites affiches* 2010, p. 17, BOISMALIN (C.) ; *RTD com.* 2010, p. 563, CHAMPAUD (CL.) et DANET (D.) ; *Rev. sociétés* 2010, p. 222, COURET (A.) ; *Bull. Joly* 2010, p. 647, DONDERO (B.) ; *JCP éd. E* 2010, 729 ; *Droit des contrats* 2010, n° 6, p. 3, GALLOIS-COCHET (D.) ; *D.* 2010, p. 2797, HALLOUIN (J.-CL.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *D.* 2010, p. 1206, LIENHARD (A.) ; *Dr. sociétés* 2010, n° 7, 139, ROUSSILLE (M.)

Cass. com. 18 mai 2010, n° 09-14855, *Bull. civ. IV* 2010, n° 93 ; *Dr. sociétés* 2010, comm. 156, COQUELET (M.-L.) ; *JCP éd. E* 2010, 1562, COURET (A.) et DONDERO (B.) ; *RTD civ.* 2010, p. 553, FAGES (B.) ; *Bull. Joly* 2010, p. 651, LE NABASQUE (H.) ; *D.* 2010, p. 1345, LIENHARD (A.), p. 2405, MARMOZ (F.) et p. 2797, HALLOUIN (J.-CL.), LAMAZEROLLES (E.) et RABREAU (A.) *Rev. sociétés* 2010, p. 374, LE CANNU (P.)

Cass. com. 26 mai 2010, n° 09-13388, *Bull. civ. IV* 2010, n° 560 ; *Dr. et patrimoine* avr. 2007, p. 961, AYNES (L.) ; *D.* 2010, p. 2201, BORGIA (N.) ; *RTD com.* 2010, p. 601, BOULOC (B.) ; *Rev. dr. banc.* 2010, n° 4, p. 142, CERLES (A.) ; *D.* 2011, p. 305, CROCQ (P.) ; *RTD civ.* 2010, p. 597, CROCQ (P.) ; *RTD com.* 2010, p. 595, LEGEAIS (D.) ; *D.* 2010, p. 2201, LIENHARD (A.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 16 sept. 2010, n° 09-68720, *Bull. Joly* 2011, p. 306, GARÇON (J.-P.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 26 mai 2011, n° 10-16894, *Bull. civ. I* 2011, n° 532 ; *JCP éd. E* 2011, n° 26, p. 1499, HOVASSE (H.) ; *D.* 2011, p. 1480, LIENHARD (A.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 9 juin 2011, n° 10-18655, *Bull. Joly* 2012, p. 40, LUCAS (F.-X.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 9 juin 2011, n° 09-69923, *Bull. civ. I* 2011, n° 619 ; *D.* 2011, p. 1616, LIENHARD (A.)

Cass. civ. 3<sup>ème</sup> 16 nov. 2011, n° 10-19538 ; *Bull. Joly* 2012, p. 103, DONDERO (B.)

Cass. civ. 1<sup>ère</sup> 26 mai 2011, n° 10-16894, *Bull. civ. I* 2011, n° 532 ; *JCP éd. E* 2011, n° 26, p. 1499, HOVASSE (H.) ; *D.* 2011, p. 1480, LIENHARD (A.)

Cass. com. 30 mai 2012, n° 11-16272, à paraître au bull. ; *D.* 2012, p. 1581, DONDERO (B.) ; *Bull. Joly* 2012, p. 615, GAUDEMET (A.) ; *Dr. sociétés* août-sept. 2012, p. 22, ROUSSILLE (M.)

Cass. com. 4 juill. 2012, n° 11-13384, à paraître au bull.

## COURS D'APPEL

Paris 11 févr. 1811, *S.* 1812, t. 12, 2, p. 25

Paris 19 avr. 1875, *Journ. Palais* 1876, p. 467

Paris 14 janv. 1893, *S.* 1894, 2, 269

Paris 15 mars 1890, *D.* 1893, I, p. 105, THALLER (E.)

Lyon 21 nov. 1894, *Annale dr. com.* 1895, p. 53, HUVELIN (P.) ; *Journ. sociétés* 1895, p. 111

Paris 6 janv. 1897, *Journ. sociétés* 1897, p. 276

Paris 11 nov. 1908, *Journ. sociétés* 1913, p. 56, HOUPIN (CH.)

Paris 28 nov. 1924, *S.* 1924, 2, 49, ROUSSEAU (H.)

Paris 1<sup>ère</sup> ch., 12 févr. 1926, *Rev. sociétés* 1926, p. 157

Paris 22 févr. 1933, *DH* 1933, p. 258

Paris 19 juill. 1935, *S.* 1936, 2, p. 33, ROUSSEAU (H.)

Paris 22 juill. 1938, *Journ. sociétés* 1940, p. 105, H. B

Paris 18 juill. 1948, *D.* 1949, p. 411, RIPERT (G.) ; *Rev. sociétés* 1949, p. 297

Lyon 5 mars 1951, *JCP* 1951, II, 6562, BASTIAN (D.)

Colmar 24 mars 1939, *JCP* 1940, II, 1420, R.M. ; *S.* 1940, 2, p. 12, H.R. ; *Journ. sociétés* 1939, p. 539, D.B.

Alger 26 juin 1946, *S.* 1948, 2, p. 65, DELAUME (G.-R.)

Paris 4 mai 1960, *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, 2<sup>ème</sup> éd., Biblio. dr. com., Sirey, 1976, p. 263, NOIREL (J.) (comm. comp. avec Req. 23 juin 1941)

Paris 17 nov. 1965, *RTD com.* 1966, p. 611, RODIERE (R.) ; *JCP* 1966, II, 14553, J.R. ; *D.* 1966, p. 10

Paris 14<sup>ème</sup> ch. 24 mai 1974, *Rev. sociétés* 1975, p. 101, HEMARD (J.) ; *Gaz. Palais* 1974, 2, 880, A.P.S. ; *RTD Com.* 1976, 572, HOUIN (J.)

Aix-en-Provence 28 mai 1974, *RTD com.* 1974, p. 526, n° 2, CHAMPAUD (C.) ; *D.* 1974, somm. p. 106

Paris 19 févr. 1979, *Rev. sociétés* 1980, p. 283, RANDOUX (D.)

Paris 3<sup>ème</sup> ch. B, 19 mars 1981 ; *D.* 1981, jur. p. 405, JEOL (M.) (concl.) ; *JCP éd. G* 1982, II, 19720, JEOL (M.) (concl.) et GUYON (Y.)

Paris 5 déc. 1983, *D.* 1984, IR p. 52

Paris 3<sup>ème</sup> ch. A, 21 févr. 1984, *RTD Com.* 1984, n° 11, p. 106, CABRILLAC (M.) et TEYSSIE (B.)

Versailles 20 juin 1991, *RTD com.* 1992, p. 816, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.)

Paris 19 sept. 1991, *D.* 1991, IR, p. 238 ; *Bull. Joly* 1991, p. 1124, HANNOUN (CH.)

Paris 12 nov. 1991, *RTD com.* 1992, p. 812, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.)

Poitiers 25 mars 1992, *Dr. sociétés* avr. 1993, p. 1, DE VEAULX (B.)

Versailles 13<sup>ème</sup> ch. 9 avr. 1992, Sté CSEE c/ Sté CPG et autre, *Bull. Joly* 1992. 631, § 208, LE CANNU (P.) ; *Dr. sociétés* 1992, n° 187, LE NABASQUE (H.)

Montpellier 1<sup>ère</sup> ch. 10 nov. 1992, SCI Clinique Haute Vallée de l'Aude C/ Mazon et Garay (jurisdata n° 034539), *Dr. sociétés* 1993, 113, BONNEAU (T.)

Paris 29 mai 1992, *Rev. sociétés* 1992, p. 797, GUYON (Y.)

Paris 6 avr. 1994, *Rev. sociétés* 1994, p. 735, MEDUS (J.-L.) ; *Dr. sociétés* 1995, n° 105, HOVASSE (H.)

Paris 9<sup>ème</sup> ch. 16 mars 1995, *Tuffier*, *Dr. sociétés* 1995, n° 6, p. 11, HOVASSE (H.) ; *Banque et dr.* 1995, n° 40, p. 22, PELTIER (F.)

Paris 30 juin 1995, *Société Metaleurop c/ Société Financière Deloit et Cie*, *JCP éd. E* 1996, n° 10, p. 69, DAIGRE (J.-J.)

Paris 5<sup>ème</sup> ch. C 18 oct. 1996, *Dr. sociétés*, mars 1997, n° 50, p. 20

Paris 22 oct. 1996, *Bull. Joly* 1997, p. 15, LE CANNU (P.)

Paris 3<sup>ème</sup> ch. 22 oct. 1996, *Gontard c/ Papelier*, *RJDA* 1997, n° 365

Lyon 3<sup>ème</sup> ch., 16 janv. 1998, juris data n° 043630, *JCP éd. G* 1999, 1440

Paris 17 mars 1998, *RTD com.* 1998, p. 362, CHAMPAUD (C.) et DANET (D.)

Paris 3<sup>ème</sup> ch. A 15 juin 1999, *Société GSD c/ Labadedi*, *RJDA* 1999, n° 1093

Paris 14<sup>ème</sup> ch. A 15 mars 2000, *Affaire Atticus / Groupe André*, *D.* 2000, p. 303, BOIZARD (M.) ; *RTD com.* 2000, p. 675, CHAZAL (J.-P.) et REINHARD (Y.) ; *Bull. Joly* 2000, p. 625, COURET (A.) ; *RTD com.* 2000, p. 694, GOYET (CH.) ; *RJ com.* 1992, p. 205, HALLOUIN (J.-CL.) ; *JCP éd. E* 2000, n° 20, p. 1046, VIANDIER (A.) ; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 323, RONTCHEVSKY (N.)

Versailles 7 sept. 2000, *Bull. Joly* 2000, p. 1175, LUCAS (F.-X.)

Paris 29 mars 2002, *Gremillet*, *Dr. sociétés* 2003, n° 100, TREBULLE (F.-G.)

Rennes 1<sup>ère</sup> ch. sect. A, 27 mai 2003, n° 01/07028, *Gérard c/ Consorts Gérard*, *Bull. Joly* 2003, p. 1187, LUCAS (F.-X.)

Paris 1<sup>ère</sup> ch. A 18 nov. 2003, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Rev. sociétés* 2004, p. 120, LE CANNU (P.)

Paris ch. 15 section B, 30 juin 2006, *Morgan Stanley c/ LVMH, Communication, Commerce électronique*, 2006, n° 12, comm. 158, CHABERT (C.) ; *RLDA* janv. 2007, n° 12, DARROIS (J.-M.) ; *D.* 2006, p. 2241, DELPECH (X.) ; *Rev. dr. banc. fin.* 2004, n° 2, p. 131, PIETRANCOSTA (A.) ; *RTD com.* 2006, p. 875, RONTCHEVSKY (N.).

Paris 3<sup>ème</sup> ch. A 12 déc. 2006, n° 05-24397, *SA Cise c/ Rado*, *RJDA* 05/07, n° 508

Paris 3<sup>ème</sup> ch. 25 janv. 2007 ; *BRDA* 7/07, p. 3 ; *D.* 2008, p. 379, HALLOUIN (J.-C.) et LAMAZEROLLES (E.) ; *RJDA* 2007, n° 629

Paris 1<sup>ère</sup> ch. sect. H 2 avr. 2008, 07/11675, *Bull. Joly* 2008, p. 411, LE NABASQUE (H.) ; *JCP éd. E* 2008, n° 25, 1828, PACLOT (Y.) ; *Rev. sociétés* 2008, p. 394, LE CANNU (P.) ; *RTD com.* 2008, p. 390, GOYET (CH.)

Paris 1<sup>ère</sup> ch., 24 juin 2008, n° 07-21048, *Gecina, Dr. sociétés* oct. 2008, p. 39, BONNEAU (T.) ; *RTDF* oct. 2008, p. 26, BOURSICAN (E.) et CHARDON (CH.) ; *Rev. dr. banc. et fin.* mars 2008, p. 61, BRIARD (J.-F.) ; *Bull. Joly* 2009, p. 135, LE NABASQUE (H.) ; *Rev. sociétés* 2008, p. 644, MARTIN LAPRADE (F.) ; *Dr. et patrimoine* juill.-août 2009, p. 95, MULLER (A.-C.) ; *RTD com.* 2008, p. 818, RONTCHEVSKY (N.) ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 389, ZABALA (B.)

Paris 7 janv. 2009, *RJDA* 2009, n° 442

Versailles 12<sup>ème</sup> ch. sect 2, 25 févr. 2010, *Hervey c/ SA Albert Menes*, n° 2010-008203, *JCP éd. E* août-sept. 2010, p. 19, GALLOIS-COCHET (D.)

Paris pôle 1 3<sup>ème</sup> ch., 8 nov. 2011, *Bull. Joly* 2012, p. 209, COURET (A.) et DONDERO (B.)

Aix-en-Provence 1<sup>ère</sup> ch. 1 A, 22 nov. 2011, n° 10/08861, *SCI Marina*, *Bull. Joly* 2012, p. 318, MORTIER (R.)

Paris pôle 5 ch. 7, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Wendel et M. Lafonta* ; *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 404, DAIGRE (J.-J.) ; *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 51, GAUDEMET (A.) ; *Rev. sociétés* 2012, p. 586, LE NABASQUE (H.) ; *JCP éd. E* 2012, n° 31, 1487, PAILLER (P.)

Limoges 28 mars 2012, n° 10/00576, *Bull. Joly* 2012, p. 623, GERMAIN (M.) et PERIN (P.-L.)

#### TRIBUNAUX DE PREMIERE INSTANCE

TC Versailles, 27 avril 1884, *S.* 1887, I, p. 272

TC Seine, 13 févr. 1899, *Journ. sociétés* 1899, p. 31

TC Seine 16 juin 1930, *Gaz. Palais* 1930, p. 288

TC Seine 11 janv. 1938, *Journ. sociétés* 1938, p. 301, HOUPIN (CH.) et BOSVIEUX (H.) ; *S.* 1938, 2, p. 124, H.R.

TC Seine 23 oct. 1950, *JCP* 1951, 2, 6342, BASTIAN (D.) ; *D.* 1951, 320

T. Seine 21 juill. 1953, *JCP* 1954, II, 8197 ; *RTD com.* 1953, p. 932

TGI Paris 14 mars 1973, *Gaz. Palais* 11 déc. 1973, II, p. 913, PEISSE (M.)

TC Paris 1er août 1974, *Rev. sociétés* 1974, p. 685, OPPETT (B.)

TC Paris 30 août 1989, *JCP éd. E*, 1990, II, 15677, VIANDIER (A.) et CAUSSAIN (J.-J.)

TC Paris 12 févr. 1991, *Bull. Joly* 1991, p. 592, JEANTIN (M.)

TC Roanne 13 sept 1991, *RTD Com.* 1992, p. 202, REINHARD (Y.)

TC Paris 16 mars 1992, *Bull. Joly* 1992, p. 526, JEANTIN (M.)

TC Paris 7 mars 1995, *Gaz. Palais* 1996, somm. p. 56

TC Paris 12 janv. 2004, *Morgan Stanley c/ LVMH*, *D.* 2004, p. 335, COURET (A.) ; *JCP éd. E* 2004, n° 7, 33, DAIGRE (A.) ; *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 185, SCHMIDT (D.) ; *Rev. sociétés* 2004, p. 297, SIMON (F.-L.) ; *D.* 2004, p. 1800, REINHARD (Y.) ; *RTD com.* 2004, p. 334, RONTCHEVSKY (N.)

TC Nanterre, 6 mai 2008, *Rev. sociétés* 2008, p. 842, PACLOT (Y.)

TC Paris, ord. référé, 3 août 2011, *JCP éd. E* 2011, n° 47, 1826, DEBOISSY (FL.) et WICKER (G.) ; *Bull. Joly* 2011, p. 745, LUCAS (F.-X.)

TC Paris 9<sup>ème</sup> ch., 9 sept. 2011

## AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

AMF, Commission des sanctions, *Nicolas Miguet de la société Foch investissements SNC*, 7 déc. 2006

AMF, Commission des sanctions, 10 mai 2007, *Aff. Tissier* ; *Dr. sociétés* 2007, n° 12, comm. 224, BONNEAU (T.) ; *Rev. dr. banc.* nov.-déc. 2007, p. 64, TORCK (S.)

AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2010, *Wendel SA, M. Jean-Bernard Lafonta et société Deutsche Bank Paris* ; *Rev. dr. banc. et fin.* mars-avr. 2011, p. 88, BOMPOINT (D.) et TORCK (S.) ; *Bull. Joly bourse* 2011, p. 257, BONNEAU (T.) ; « Chronique de droit financier et boursier », *Banque et Droit* mars-avr. 2011, p. 46, DE VAUPLANE (H.), DAIGRE (J.-J.), DE SAINT MARS et J.-P BORNET (B.) ; *D.* 2011, p. 855, GAUDEMET (A.) ; *Rev. sociétés* 2011, p. 212, LE NABASQUE (H.) ; *Journ. sociétés* sept. 2011, p. 30, MARPEAU (B.) et PASTERNAK (J.) ; *Dr. sociétés* juin 2011, comm. 114, MORTIER (R.)

AMF 21 déc. 2011, déc. n° 211C2288 *Hermès International*, *Rev. dr. banc. fin.* sept.-oct. 2012, p. 53, GAUDEMET (A)

## CONSEIL CONSTITUTIONNEL

CC 16 janv. 1982, n° 81-132 DC, *Les grandes décisions du Conseil constitutionnel*, 16<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 201, n° 14, FAVOREU (L.) et PHILIP (L.), avec la collaboration de GAÏA (P.), GHEVONTIAN (R.), MELIN-SOUCRAMANIEN (F.) et ROUX (A.) ; *D.* 1983, jur. p. 169, HAMON (L.) ; *Gaz. Palais* 1982, 1, p. 67, PIEDELIEVRE (A.) et DUPICHOT (J.) ; *JCP éd. G* 1982, II, 19788, QUOC VINH (N.) et FRANCK (C.)

CC 4 juill. 1989, n° 89-254 DC, *D.* 1990, p. 209, LUCHAIRE (F.) ; *RTD civ.* 1990, p. 519, ZENATI (F.)

## COUR EUROPEENNE DES DROITS DE L'HOMME

CEDH, 8 juin 1976, *Aff. Engel et autres c. Pays-bas*

CEDH, 21 févr. 1984, *Aff. Ozturck c. Allemagne*

CEDH, 8 juill. 1986, *Lithgow et autres c. Royaume-Uni*, *JCP éd. E* 1987, II, 14894, JEANTET (F.-C.)

## COUR DE JUSTICE DE L'UNION EUROPEENNE

CJCE 22 déc. 2008, *Les vergers du Vieux Tauves SA*, affaire 48/07, *Bull. Joly* 2009, p. 613, LUCAS (F.-X.)

## JURISPRUDENCE ETRANGERE

### ITALIE

T. Naples, 6 août 1909, *S.* 1910, IV, p. 1, WAHL (A.)

### ETATS-UNIS

*SEC v. Okin*, 132 F.2d 784 (2 Cir.1943)

*Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375, 90 S.Ct. 616 U.S. Ill. 1970

*Long Island Lighting Co. v. Barbash*, 779 F.2d 793 (2d Cir. 1985)

*Kranth v. Executive Telecard, Ltd*, 870 F.Supp. 543 S.D.N.Y.,1994

*Rosenberg v. XM Ventures*, 274, F.3d 137, 147 (3d Cir.2001)

*CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management LLP, et al.*, United States District Court Southern District Of New York, 11 juin 2008

United States District Court, Southern District of New York, *Vivendi Universal SA*, 22 févr. 2010, *Banque et droit* 2011, n° 136, p. 28, AFFAKI (G.) et STOUFFLET (J.) ; *Banque et droit* 2011, n° 136, p. 48, DE VAUPLANE (H.), DAIGRE (J.-J.), DE SAINT MARS (B.) et BORNET (J.-P.) ; *JCP éd. E* 2011, 1476, NAVARRO (J.-L.) et AKHZAM (K.)

US Court of Appeals for the Second Circuit, *CSX Corp. v. The children's Investment Fund Management (UK) et al.*, LLP, 18 juill. 2011

United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, *Business Roundtable and Chamber of Commerce of the United States of America v. SEC*, n° 10-1305, 22 juill. 2011

ROYAUME-UNI

ReDorman Long &Co Ltd, 1934, Ch. 635, Chancery Division

SUISSE

Commission fédérale des banques, 7 mars 2008

Tribunal fédéral Suisse, 11 mars 2010

## TRAVAUX PREPARATOIRES, RAPPORTS OFFICIELS, INSTRUCTIONS, AVIS

### DROIT EUROPEEN

#### COMMISSION EUROPEENNE

*Communication au Conseil et au Parlement Européen, Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'union européenne – Un plan pour avancer*, le 21 mai 2003, COM (2003) 284 final

*Elaboration d'un régime approprié encadrant les droits des actionnaires – Document de consultation des services de la direction générale « marché intérieur »*, 16 sept. 2004

*Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General – « Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights »*, avr. 2005

*Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General*, 13 mai 2005

*Synthesis of the comments on the second consultation document of the internal market and services directorate-general 'Fostering an appropriate regime for shareholders' rights'*, sept. 2005

*Commission staff working document, annex to the proposal for a directive of the european parliament and of the council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC – Impact assessment*, SEC(2006) 181, 17 fév. 2006

*Loi américaine : réponses de la Federal reserve bank of New York au questionnaire du Groupe Sécurité juridique*, MARKET/G2/D(2005), mars 2006

*Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission*, juill. 2006

*Fostering an appropriate regime for shareholders' rights – Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services*, 30 avr. 2007

*Commission Staff Working Paper accompanying the Commission Communication Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, SEC(2009) 905 final, 3 juill. 2009

*Communication, Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides*, COM(2009) 332 final, 3 juill. 2009

*Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque centrale européenne, mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides*, 20 oct. 2009

*Rapport de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social européen et au Comité des régions*, COM(2010)243 final, 27 mai 2010

*Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions, consultation document of the services of the directorate-general internal market and services*, DG Markt G2 MET/OT/acg D(2010) 768690, 2010

*The review of the operation of Directive 2004/109/EC : emerging issues*, 27 mai 2010

*Document de travail des services de la Commission, Résumé de l'analyse d'impact, Document accompagnant la Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit*, COM(2010) 482 final, 15 sept. 2010

*Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Bruxelles, 5 avr. 2011

*Livre vert, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, COM(2011) 164 final, 5 avr. 2011

#### CONSEIL DE L'UNION EUROPEENNE

*Conseil de l'Union européenne, Compromis de la présidence relatif à la Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission*, 2011/0307(COD), 25 mai 2012



## PARLEMENT EUROPEEN

Parlement européen, *Cross-border issues of securities law : European efforts to support securities markets with a coherent legal framework*, 2011

## TRAVAUX COMMUNS

*Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'exercice des droits de vote des actionnaires de sociétés qui ont leur siège statutaire dans un État membre et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2004/109/CE*, COM(2005) 685 final, 5 janv. 2006

*Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant les règles et principes généraux relatifs aux modalités de contrôle par les États membres de l'exercice des compétences d'exécution par la Commission*, COM(2010) 83 final du 9 mars 2010

*Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, COM(2010) 484 final, 15 sept. 2010

*Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil*, COM(2011) 656 final, 20 oct. 2011

*Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission*, 2011/0307 (COD), 25 oct. 2011

*Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) et modifiant la directive 98/26/CE*, 2012/0029 (COD), 7 mars 2012, 2012/0029 (COD)

## AUTRES INSTITUTIONS ET GROUPES DE TRAVAIL

BOLKESTEIN (F.), Commissaire européen pour le marché intérieur, « Intelligence 2001 on the World, on Europe, on Italy », Ambrosetti Annual Forum, 8 sept. 2001, Speech/01/373, disponible sur <http://europa.eu>

CAPRASSE (J.-N.), CLERC (C.) et BECHT (M.), *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, mai 2007, disponible sur <http://europa.eu>

CESR (Committee of European Securities Regulators), *Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive*, juin 2005, disponible sur <http://www.esma.europa.eu>

CESR, CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares, consultation paper, janv. 2010, disponible sur <http://www.esma.europa.eu>

CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, n° 10-088, mars 2010, disponible sur <http://www.esma.europa.eu>

CESR, *Technical details of the pan-European short selling disclosure régime*, n° 10-453, mai 2010, disponible sur <http://www.esma.europa.eu>

DEMARIGNY (F.) et CLERC (C.), Rapport externe rendu pour la Commission européenne, *Transparency Directive Assessment Report*, déc. 2009, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>

ESMA (Autorité européenne des marchés financiers), *Feedback Statement – Call for evidence on empty voting*, 29 juin 2012, disponible sur <http://www.esma.europa.eu/>

ESME (European securities markets expert group), *First report of ESME on the transparency directive*, 5 déc. 2007, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>

ESME, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, nov. 2009, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>

Forum européen du gouvernement d'entreprise, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, 20 févr. 2010, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>

The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, nov. 2001

LAMFALUSSY (A.) (Comité des sages dirigés par), *Rapport final – La régulation des marchés européens de valeurs mobilières*, 15 févr. 2001

Shearman and Sterling, ISS and ECGI, *Proportionality Principle in the European Union*, 4 juill. 2007, disponible sur le site <http://ec.europa.eu>

## DROIT FRANÇAIS

### ASSEMBLEE NATIONALE ET SENAT, AUTRES TRAVAUX

*Recueil complet des discours prononcés lors de la présentation du Code civil par les divers orateurs du Conseil d'Etat et du Tribunal*, t. 1, *Discours*, Firmin Didot Frères, 1838

MARINI (PH.), *La modernisation du droit des sociétés*, Rapport au Premier ministre, La documentation française, 1996

MARINI (PH.), *Rapport fait au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi de sécurité financière*, t. 1, Sénat, Annexe au procès-verbal de la séance du 12 mars 2003

GOULARD (F.), *Compte rendu des séances de l'Assemblée nationale*, 30 avr. 2003, *JO AN* 1<sup>er</sup> mai 2003, discussions de l'article 47 sexies du projet de loi de sécurité financière

CORNU (G.), *Rapport fait au nom de la Commission des affaires économiques et du plan sur le projet de loi en faveur des petites et moyennes entreprises*, Sénat, 11 mai 2005

CARREZ (G.), *Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi (n° 2249), après déclaration d'urgence, pour la confiance et la modernisation de l'économie*, Assemblée nationale, 25 mai 2005

RICHEMONT (DE) (H.), *Rapport fait au nom de la commission des lois*, Sénat, 11 oct. 2006

ROUX (DE) (X.), *Rapport fait au nom de la commission des lois*, Assemblée nationale, 1<sup>er</sup> févr. 2007

GLACHANT (J.), LORENZI (J.-H.) et TRAINAR, (PH.), *Private equity et capitalisme français*, Rapport du Conseil d'analyse économique, La documentation française, juill. 2008

CHARTIER (J.), *Rapport fait au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur le projet de loi de régulation bancaire et financière (n° 2165)*, Assemblée nationale, 25 mai 2010

MARINI (PH.), *Rapport n° 703 fait au nom de la commission des finances sur le projet de loi de régulation bancaire et financière*, Sénat, 14 sept. 2010

MARINI (PH.), *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, n° 695, Sénat, 29 juin 2011

BLANC (E.), *Rapport fait au nom de la Commission des lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la république sur la proposition de loi (n° 3706) de M. Jean-Luc Warsmann, relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives*, n° 3787, Assemblée nationale, 5 oct. 2011

BRICQ (N.), *Rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, n° 213, Sénat, 20 déc. 2011

MOURY (J.) (sous la dir. de), *Le risque*, Rapport annuel de la Cour de cassation, 2011

BRICQ (N.), *Avis n° 225 (2011-2012) fait au nom de la commission des finances*, Sénat, le 21 déc. 2011

### AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Rapport pour l'amélioration de l'exercice des droits des actionnaires en France*, 15 sept. 2005

*Synthèse des réponses à la consultation publique sur le rapport du groupe de travail sur l'amélioration de l'exercice du droit de vote des actionnaires en France*, 16 déc. 2005, p. 5

Groupe de travail présidé par Y. MANSION, *Les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, janv. 2008

Groupe de travail présidé par B. Field, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, oct. 2008

*Communiqué de presse*, 15 déc. 2009

*Rapport annuel*, 2009

Groupe de travail présidé par M.-A. DEBON et J.-P. HELLEBUYCK, *Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert*, AMF, 23 févr. 2009

Instruction n° 2010-08 du 9 novembre 2010 relative à la déclaration des positions courtes nettes à l'AMF, prise en application de l'article 223-37 du règlement général de l'AMF

Communiqué de presse, 18 juill. 2011

Communiqué de presse, *Extension aux dérivés OTC de l'obligation de déclaration des transactions*, 16 janv. 2012

Groupe de travail présidé par O. POUPART-LAFARGE, *Rapport sur les assemblées générales d'actionnaires des sociétés cotées*, 7 févr. 2012

*Consultation publique sur son projet de règlement général concernant les déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, 29 juin 2012

*Synthèse des réponses à la consultation publique du 19 juin 2012 portant sur des modifications de certaines dispositions du règlement général relatives aux déclarations de franchissement de seuils et d'intention*, 13 sept. 2012

#### COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE

*Rapport au Président de la République*, 1989, p. 60

« Le programme d'action de la Commission des opérations de bourse », *Rapport annuel* 1996

ESAMBERT (B.), *Rapport sur le rachat par les sociétés de leurs propres actions*, janv. 1998

*Dossier récapitulatif sur le rachat d'actions*, 24 juill. 2000

« La régulation de la multigestion alternative : relevé de décision de la COB », *Bull. mensuel COB*, avril 2003, n° 378

#### DROIT INTERNATIONAL

BERNASCONI (CH.), Premier secrétaire du bureau permanent de la conférence de la Haye, *La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention directe*, nov. 2000, disponible sur le site <http://www.hcch.net>

OCDE, *Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages*, juin 2009, disponible sur [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

#### AUTRES PAYS

##### AUSTRALIE

Ministry for superannuation and corporate law, *Improving Australia's Framework for Disclosure of Equity Derivative Products, Issue Paper*, juin 2009, disponible sur <http://www.treasury.gov.au/>

##### ETATS-UNIS

SEC, Administrative Proceeding Release n° IA-2160, disponible sur <http://www.sec.gov>

SEC, *17 CFR Part 240 – Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements*, Release n° 34-39538, File No. S7-16-96, International Series – 1111, RIN 3235-AG81, 16 janv. 1998, disponible sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings – Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, juin 2007

SEC, 1934 Release No. 60351, July 21, 2009, disponible sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

SEC, *Commission staff working paper accompanying the Commission communication « Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets »*, SEC(2009) 905 final, 3 juill. 2009, disponible sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

SEC, *Concept Release on the U.S. Proxy system ; Proposed Rule*, n° 34-62495, 22 juill. 2010, disponible sur [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

##### HONG KONG

Securities and Futures Commission, *Consultation on increasing short position transparency*, 31 juill. 2009

## PAYS-BAS

Groupe de travail présidé par J. Winter et constitué par le ministère de la justice néerlandais, *Cross-Border Voting in Europe*, août 2002, Rapport disponible sur le site : <http://www.wodc.nl/>

## ROYAUME-UNI

MYNERS (P.), *Review to the impediment to voting UK shares*, janv. 2004, Report of P. Myners to the Shareholding Voting Working Group

Panel on takeovers and mergers, *Consultation paper issued by the code committee of the panel - Dealings in derivatives and options - Outline proposals relating to amendments proposed to be made to the Takeover code and the SARs*, 7 janv. 2005, disponible sur : [www.thetakeoverpanel.org.uk](http://www.thetakeoverpanel.org.uk)

MYNERS (P.), *Review to the impediment to voting UK shares – Progress – one year on*, mars 2005 et *Review to the impediment to voting UK shares – An update on progress*, nov. 2005

FSA, *Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and draft Handbook text*, nov. 2007, disponible sur <http://www.fsa.gov.uk>.

FSA, *Policy Update on Disclosure of Contracts for Difference (CfDs)*, juill. 2008

FSA, *Disclosure of Contracts for Difference – Feedback and policy statement on CP07/20, and further technical consultation*, févr. 2009

FSA, *Disclosure of Contracts for Difference – Feedback on CP08/17 and final rules*, mars 2009

FSA, *Consultation paper, Extension of the short-selling disclosure obligation*, juin 2009

## SOURCES PROFESSIONNELLES

### ASSOCIATION FRANÇAISE DE GESTION FINANCIERE

*Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat*, 2009, disponible sur <http://www.afg.asso.fr>

### ASSOCIATION NATIONALE DES SOCIETES PAR ACTIONS

*Le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions – Commentaire de la loi du 12 novembre 1933*, janv. 1934

« A quelles conditions le crédit-bail d'actions est-il licite ? », *Bull. ANSA*, janv.-févr. 1994, comité juridique, n° 2696, p. 9

« La proposition de généralisation de l'obligation de vote des investisseurs institutionnels », *Bull. ANSA* mai-juin 1997, n° 2891

Rapport du groupe de travail présidé par PH. BISSARA, *L'identification des actionnaires des sociétés cotées*, ANSA, 1997

Rapport du groupe de travail dirigé par PH. BISSARA, *L'utilisation des moyens de télétransmission et les assemblées générales d'actionnaires*, déc. 1999

« Autocontrôle de fait d'une SA à travers le contrôle du gérant commandité d'une SCA actionnaire – Privation de vote », *Bull. ANSA* juin-juill. 2000, n° 50, n° 3037 bis, p. 14

« Vote par internet aux assemblées générales d'actionnaires – Accord de place sur un vade mecum », *Bull. ANSA* févr.-mai 2002, n° 3104

« Identification et vote des actionnaires non-résidents - Questions relatives au vote », *Bull. ANSA* déc. 2002 - févr. 2003, n° 3196

*L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises*, 2<sup>ème</sup> éd., janv. 2003

« SAS : est-il possible d'accorder un droit de veto au président non associés sur certaines décisions collectives ? », *Bull. ANSA* 2004, Comité juridique, n° 04-014

« La signature électronique et le droit des sociétés – Le cas du vote électronique pour les assemblées générales d'actionnaires », *Bull. ANSA* 2004-II, Comité juridique, n° 04-035

« SAS : Validité d'un mandat de représentation d'actionnaire donné pour toute assemblée en l'absence de précision statutaire », *Bull. ANSA* 2006-V, n° 06-059

« Distribution exceptionnelle de réserves : les actions autodétenues en bénéficient-elles ? », *Bull. ANSA* 2006-V, n° 06-048

« Franchissements de seuils de participation : portée du principe d'assimilation à la possession d'actions soumises à déclaration – Faculté pour le droit français d'être plus exigeant que la directive n° 2004/109 "transparence" », *Bull. ANSA* 2008-III, Comité juridique, n° 08-022

« Franchissements de seuils et déclarations d'intentions », *Bull. ANSA* 2008-IV, Comité juridique, n° 08-038

« Déclaration de franchissement de seuils et information séparée après la publication de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 : portée de la déclaration concernant les instruments dérivés – différence avec le régime de l'assimilation », *Bull. ANSA* 2009-IV 4, Comité juridique, n° 09-044

« Groupe de travail *Mandat d'actionnaire de l'ANSA* – Transposition de l'article 10 de la directive européen sur les droits des actionnaires du 11 juillet 2007 », *Journées d'études de l'ANSA 2009*, éd. ANSA, 2009

« Droit des actionnaires : transposition de la directive européenne – Projets d'ordonnance et de décret », *Bull. ANSA* 2010-II, n° 10-022

« Vote par internet aux assemblées générales d'actionnaires », *Journées d'études de l'ANSA 2010*, éd. ANSA, 2010, p. 78

« Vote par procuration : information sur les risques de conflit d'intérêts », *Bull. ANSA* 2011-I, n° 11-015

« Possibilité pour un intermédiaire inscrit ou un actionnaire non résident de participer à une assemblée générale », *Bull. ANSA* 2011-II, Comité juridique, n° 11-025

#### FEDERATION BANCAIRE FRANÇAISE

*Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers à terme*, Fédération bancaire française, sept. 2007, disponible sur <http://www.fbf.fr>

*Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers à terme, Annexe Remises en garantie*, Fédération bancaire française, 2007, disponible sur <http://www.fbf.fr>

*Convention-cadre relative aux opérations de pensions livrées*, Fédération bancaire française, juil. 2007, disponible sur <http://www.fbf.fr>

#### FEDERATION BANCAIRE EUROPEENNE

*Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers*, 2004, disponible sur le site <http://www.fbf.fr>

*Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, Annexe produit relative aux opérations de prêt de titres*, janv. 2001, disponible sur le site <http://www.fbf.fr>

*Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, Annexe produit relative aux opérations de pension livrée*, janv. 2001, disponible sur <http://www.fbf.fr>

*Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers, Annexe relative à la gestion des marges*, 2004, disponible sur <http://www.fbf.fr>

#### INTERNATIONAL SECURITIES LENDING ASSOCIATION (ISLA)

*Global Master Securities Lending Agreement*, janv. 2010

#### INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK

*Stock Lending Code of Best Practices*, 2007, disponible sur <http://www.icgn.org>

#### INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA)

*Credit support annex to the Schedule to the ISDA Master Agreement*, 1995

#### SECURITIES LENDING AND REPO COMMITTEE

*Securities Borrowing and Lending Code of Guidance*, 2008, disponible sur <http://www.bankofengland.co.uk>







## INDEX ALPHABETIQUE

*Les nombres renvoient aux numéros des paragraphes.*

- A -

Absentéisme : 27, 110

Abus de majorité et de minorité : 238 et s.

Actionnaires non résidents

- modes de détention : 162 et s.

- spécificité du mandat de vote conféré à l'intermédiaire : 58

- vote : 272 et s., 494 et s.

Actions

- actions rouges : 120

- attribution gratuite : 120

- de jouissance : 96

- de préférence : 2, 27, 35, 127

Activisme actionnarial : 7, 177, 268, 278, 288

ADR : v. *Depositary receipts*

*Affectio societatis* : 62, 67, 254

Agence de conseil en vote

- chaînes de détention internationales : 273

- encadrement : 549 et s.

- sollicitations de mandats : 282, 289, 292, 300, 302, 516

Agrément

- cessions : 79, 103

- démembrement de propriété : 466

- nantissement : 139

Aléa social

- couverture : 208 et s., 360 et s., 450 et s.

- fondement de l'attribution du droit de vote : 95 et s.

- lien actuel entre aléa et vote : 91 et s.

- lien historique entre aléa et vote : 85 et s.

- notion : 10, 112 et s.

- proposition d'un principe liant aléa et vote : 399 et s.

Amortissement du capital : 96

Appel public à mandats : v. *Mandat de vote (sollicitations de mandats)*

Apport

- apport en industrie : 117

- apport en jouissance : 117

- apport et couverture de l'aléa : 253

- non-libération des apports : 64, 67, 96

Associé

- détermination : 75

- classifications : 369 et s.

- notion (droit français) : 62, 75

- notion (droit européen) : 75, 504, 508

- notion (droit américain) : 286

- réflexions sur la notion d'associé : 382, 383 et s.

Autocontrôle : 98, 304 et s., 435, 534 et s.

Autodétention : v. *Autocontrôle*

*Autotote* : 228

- B -

#### Bénéfices

- moment du partage : 127
- notion : 124
- vocation aux bénéfices : 123 et s.

- C -

#### Capital-investissement

- exonération des pertes : 7, 184, 213, 216 et s., 361
- forme d'organisation : 525

#### Certificats représentatifs : v. *Depositary receipts*

#### Cession de droit de vote : 42

#### Cession de parts et d'actions

- date du transfert de propriété : 144, 153
- dissociation de l'aléa et des prérogatives politiques : 465 et s.
- dissociation de la propriété et de la qualité d'associé : 77 et s.
- lien entre transfert de propriété et reconnaissance des droits et obligations sociaux : 457 et s.
- opposabilité du transfert de propriété : 478

#### Chaînes de détention internationales

- droit américain : 163, 164 et s., 449
- droit anglais : 163
- généralités : 272 et s., 288, 504, 506 et s.

#### Chances de gain : 123 et s.

#### Clauses de stage : 43

#### Clauses léonines

- assurance contre les pertes : 216
- capital-investissement : 218
- cessions étalées dans le temps : 167, 222
- inefficacité quant aux mécanismes de dissociation : 242 et s., 361
- portage : 188

- prohibition des clauses léonines et distinction associé-investisseur : 372 et s.

- prohibition des clauses léonines et principe liant aléa social et qualité d'associé : 407

#### Club d'investissement : 525

#### Cogestion : 33

#### *Coles Myer* : 230

*Compagnie hollandaise des Indes orientales* : 88, 101

#### *Compaq et HP* : 267

*Comply or explain* : 267, 292, 396

#### Conflits d'intérêts

- conflit d'intérêts et absence d'aléa social : 5
- conseils en vote : 554, 564
- mandat de vote : 292, 513
- société de gestion : 267 et s.
- suspension du droit de vote : 43, 98, 434

#### Contribution aux pertes : v. *Pertes*

#### Convention de croupier : 210 et s.

#### Convention de vote

- *depositary receipts* : 165
- fiducie : 202, 206
- garanties financières : 199
- généralités : 47 et s., 385
- instruments dérivés : 314
- portage : 188
- prête-nom : 214
- propriété-gestion : 385
- réserve de propriété : 145 et 146

#### *Corporate governance* : v. *Gouvernement d'entreprise*

#### Créanciers

- refus du droit de vote : 32 et s., 97
- distinction créancier/associé : 63
- absence d'aléa social : 80, 97, 128

#### Crédit-bail d'actions et de parts sociales

- absence de dissociation entre aléa et vote : 168 et s.

- dissociation entre propriété et qualité d'associé : 80, 148 et s.
- opposabilité : 462
- cessions de droits sociaux étalées dans le temps : 148 et s., 483

- D -

Date d'enregistrement (pour le paiement du dividende) : 177

Date d'enregistrement (pour l'exercice du droit de vote)

- système de date d'enregistrement : 76, 449, 458, 480, 500
- cession après la date d'enregistrement : 151 et s., 178, 226, 458, 480

Démembrement de propriété

- droit de vote : 155 et s., 424 et s.
- et caractère essentiel du droit de vote : 28 et s.
- opposabilité : 145, 463
- propriétaire : 80, 155 et s.
- propriété des parts sociales et actions : 72
- qualité d'associé : 64, 67, 155 et s., 424 et s.

Démocratie actionnariale :

- proportionnalité du vote : 109
- réfutation : 4
- sollicitations de mandats : 280, 288
- vote des non-résidents : 499

Dépénalisation : 25

*Depositary receipts* : 164 et s., 272 et s., 385, 507 et s.

Dérivés : v. *Instruments dérivés*

Droit de veto : 26

Droit de vote

- accès occulte : 313 et s., 532 et s.
- caractère essentiel : 16 et s.
- cession : 42
- fondements : 93

- infractions pénales : 25, 235 et s.
- liberté du vote : 49
- plafonnement : 44, 88, 106
- privation/suspension : 27, 29, 39 et s., 98, 104, 397, 432 et s., 535 et s.
- proportionnalité : 20, 26, 88, 105 et s.
- renonciation : 27, 41, 57, 58, 374
- système majoritaire : 86 et s., 102
- vote double : 35, 109
- vote par correspondance : 498, 500
- vote par internet : 498, 501
- vote par tête : 88, 105 et s.
- vote plural : 20, 26, 106, 109 et 110

Droits pécuniaires : 381 et s.

Droits politiques : 378

Droit préférentiel de souscription : 380

Droits sociaux

- distinction parts sociales / actions : 71
- nature : 70 et s.

Droit souple

- agences de conseil en vote : 561
- sociétés de gestion : 267
- prêt de titres : 396, 397

- E -

Emprunt de titres : v. *Prêt de titres*

*Empty voting* : v. *Vote vide*

Époux : 79

*Eurotunnel* : 287

Exclusion : 78, 154

- F -

Fiducie : 5, 201 et s., 356 et s., 518, 528

Fonds alternatifs : 525

Fonds communs de placement : 523 et s., 464 et s.

Franchissements de seuils

- améliorations : 542 et s.
- droit européen : 323 et s.

- droit français : 329 et s.
- exemptions : 325, 339 et s., 544
- information séparée : 336, 337, 543, 545
- instruments dérivés : 325, 331 et s., 543
- sanctions : 332, 342, 546
- sollicitation de mandats : 295

- G -

Gestion collective : 523 et s.

Gestion sous mandat : 522

Gouvernement d'entreprise

- conseils en vote : 553, 566
- information des associés : 380
- principe de proportionnalité du vote : 109
- sollicitations de mandats : 288
- tendances : 7, 8
- vote des actionnaires étrangers : 273 et 274, 499
- vote des sociétés de gestion : 268

- H -

*Hedge funds* : v. *Fonds alternatifs*

*Henderson Investment* : 178

Holdings : 109, 206, 525

- I -

Incapacités : 2

Indivision : 142

Infractions boursières : 257, 560

Inscription en compte

- actionnaires non résidents : 503 et s.
- date et effets : 76, 144 et s., 151 et s., 458, 461 et s.

Instruments dérivés : 220 et s.

- accès occulte au droit de vote : 315
- *contracts for difference (CFD)* : 318, 391
- contrats à terme ferme : 222, 226
- contrôle des marchés de dérivés : 452

- *delta* : 261, 326, 335, 469, 543
- franchissements de seuils : 325, 331 et s.
- options : 223, 226
- swaps : 224

Instruments financiers à terme : v. *Instruments dérivés*

Intérêt social : 93

- L -

Location d'actions et de parts sociales

- absence de dissociation entre aléa et vote : 168 et s.
- dissociation entre propriété et qualité d'associé : 80, 148 et s.
- opposabilité : 462
- cessions de droits sociaux étalées dans le temps : 148 et s., 483

*LVMH/Hermès* : 335

- M -

Mandat de vote

- conditions d'attribution : 98, 294
- dissociation entre propriété et qualité d'associé : 518 et s.
- mandats en blanc : 58, 110, 165, 279, 286, 289
- mandat et fiducie : 528
- mandat irrévocable : 55
- mandat permanent : 57
- mandat révocable : 57 et s.
- sollicitation de mandats (droit américain) : 276 et s.
- sollicitation de mandats (droit français) : 286 et s., 511 et s.

Mandataire *ad hoc* : 265

- N -

Nantissement de parts sociales et de compte d'instruments financiers : 138 et s., 449

Négociabilité des actions : 71, 88

Nue-propriété : v. *démembrement de propriété*

- O -

Obligataires : 34

Obligation de déclaration des positions courtes : 258 et s., 471 et s.

- en matière de franchissements de seuils : 259, 336, 338, 545

- en matière financière : 261

- expériences étrangères : 391 et s.

- pré-assemblée : 260, 393

Offre publique obligatoire

- Instruments dérivés : 346, 547

- Sollicitation de mandats : 295

Organisme de placement collectif en valeurs mobilières : 160 et s., 266 et s., 523 et s.

*Overvoting* : 447 et s.

- P -

*Parking* d'actions : 308

Participations croisées : v. *Autocontrôle*

Parties prenantes : 103

Parts de fondateur : 6, 120

Pension : 192 et s.

*Perry Corporation* : 178, 228

Pertes

- contribution aux pertes : 115 et s.

- notion : 116 et 117

- relation contribution aux pertes et risque de perte : 121

Politique de vote

- sociétés de gestion : 267

- sollicitateurs : 292, 516

Portage : v. *Promesses de cession*

Pouvoir : 1, 2, 110

Prêt de titres :

- aléa social : 176, 361

- exemples : 178

- réglementation : 175

- réflexions des autorités de régulation : 179

- utilisations : 177, 178

Prête-nom : 214, 253, 337, 356

Principe : 12

Prises de contrôle rampantes : 320 et s.

*Private equity* : v. *Capital-investissement*

Procédures collectives : 34, 97

Procuration : v. *Mandat de vote*

Promesses de cession

- capital-investissement : 217 et s.

- cessions étalées dans le temps : 183 et s., 484

- garanties : 189 et s.

- portage : 186

Propriété

- *Common law* : 509

- évolution : 355 et s.

- propriété de parts et d'actions : 70 et s., 412 et s.

- propriété-garantie : 357, 442 et s., 444 et s.

- propriété-gestion : 356, 527 et s.

- propriété temporaire pour compte propre : 358, 447 et s.

- R -

Règlement-livraison : 153

Répartition des droits de vote : 83, 105 et s.

Représentation : v. *Mandat de vote*

Réserve de propriété : 143 et s., 180 et s., 437 et s.

Réserves

- aspects historiques : 127

- distribution de réserves (fruit) : 174

Retrait : 78, 154

Risque de perte : 114 et s.

Risque de réputation : 391, 396

*Rupert Murdoch's News Corporation* : 229

- S -

Salariés : 33, 128

Séquestre : 265

Service d'investissement, service connexe :  
557, 567

SICAV, SICAF : 160 et s., 518, 523 et s.

Société

- distinction sociétés cotées/non cotées : 71
- requalification : 63, 67

Société civile : 78

Société civile professionnelle : 78

Société coopérative : 107, 124

Société de construction-habitation : 124

Société de gestion de portefeuille : 266 et s.,  
520, 522

Société d'exercice libéral : 103, 109

Société en commandite : 89

Société par actions simplifiée : 26, 109

- T -

Taux de couverture : 326, 468 et s.

Tenue de compte conservation : 141

Théorie des bases essentielles : 19

Théorie des droits propres : 19

Tirage sur la masse : 449

Transfert de propriété : v. *Cession de parts et  
d'actions*

*Transparence* (directive) : 323 et s., 508, 543

- U -

Usage des parts sociales et actions : 145 et s.,  
429

Usufruit : v. *Démembrement de propriété*

- V -

Valeurs mobilières composées : 34, 120

Vente à découvert : 153, 226

Vente à réméré : 171 et s.

Vente à terme : v. *Contrat à terme ferme*

Vente avec pacte de rachat : v. *Vente à réméré*  
Vente avec réserve de propriété : v. *Réserve de  
propriété*

Vocation aux bénéficiaires : v. *Chances de gain*

Vote : v. *Droit de vote*

Vote transfrontalier : v. *Actionnaires non  
résidents, Depositary receipts*

Vote vide : 9, 176

- W -

*Wendel/Saint-Gobain* : 334







# TABLE DES MATIERES

*Les nombres renvoient aux numéros des pages.*

INTRODUCTION .....	1
PARTIE 1 L'ATTRIBUTION DU DROIT DE VOTE : ANALYSE CRITIQUE.....	- 27 -
Titre 1 Les procédés d'attribution du droit de vote .....	- 31 -
Chapitre 1 : L'identification des principes d'attribution du droit de vote .....	- 33 -
Section 1 – La qualité d'associé, principe théorique.....	- 33 -
I- Le droit de vote, un attribut essentiel de l'associé.....	- 34 -
A- Le principe du caractère essentiel du droit de vote.....	- 34 -
1. Caractère essentiel du droit de vote des associés.....	- 34 -
a. L'affirmation du caractère essentiel du droit de vote.....	- 34 -
b. L'absence de remise en cause du caractère essentiel du droit de vote .....	- 38 -
α. L'absence de remise en cause par le législateur.....	- 39 -
β. L'absence de remise en cause par le juge .....	- 48 -
2. Refus du droit de vote aux tiers .....	- 52 -
a. Les autres parties prenantes .....	- 53 -
b. Les titulaires d'actions de préférence .....	- 55 -
B- Les implications du caractère essentiel du droit de vote.....	- 56 -
1. La prohibition des aménagements relatifs à la jouissance du droit de vote....	- 57 -
2. L'encadrement des aménagements relatifs à l'exercice du droit de vote.....	- 63 -
a. Les conventions de vote.....	- 65 -
α. Validité des conventions de vote .....	- 65 -
β. Sanctions des conventions de vote .....	- 67 -
b. Le mandat de vote .....	- 74 -
II- Le droit de vote, élément du régime attaché à la notion d'associé.....	- 83 -
A- Le droit de vote n'est pas un critère de la qualité d'associé. ....	- 83 -
B- Le droit de vote est une conséquence de la qualification d'associé.....	- 88 -
Section 2 – La propriété, principe pratique .....	- 90 -
I- Les droits sociaux, objets de propriété.....	- 91 -

II- L'identité entre propriétaire et associé.....	- 98 -
A- Principe.....	- 99 -
B- Aménagements.....	- 100 -
Chapitre 2 : La justification des principes d'attribution du droit de vote .....	- 107 -
Section 1 – L'aléa social, fondement de l'attribution du droit de vote.....	- 107 -
I- Attribution du droit de vote et aléa social.....	- 108 -
A- Le lien historique entre aléa et droit de vote.....	- 108 -
B- Le lien actuel entre aléa et droit de vote.....	- 115 -
1. Le constat du lien entre aléa social et droit de vote en droit positif.....	- 115 -
a. L'aléa social, fondement doctrinal de l'attribution du droit de vote.....	- 115 -
b. L'aléa, fondement légal de l'attribution du droit de vote.....	- 118 -
2. La justification du lien entre aléa et droit de vote.....	- 126 -
II- Répartition des droits de vote et aléa social.....	- 131 -
A- Le rôle de l'aléa dans la répartition des droits de vote.....	- 132 -
B- La souplesse des règles de répartition.....	- 135 -
Section 2 – L'aléa social, inhérent à la notion d'associé .....	- 141 -
I- La nécessité d'un aléa.....	- 141 -
A- Le risque de perte.....	- 141 -
1. Notion.....	- 142 -
2. Corrélation avec la notion d'associé .....	- 148 -
B- Les chances de gain.....	- 153 -
II- La nécessité d'un aléa social.....	- 158 -
Titre 2 Les perturbations de l'attribution du droit de vote .....	- 165 -
Chapitre 1 : Des associés non exposés à l'aléa social.....	- 167 -
Section 1 – La diversité des mécanismes de dissociation.....	- 167 -
I- L'attribution du droit de vote à des personnes non exposées à l'aléa social .....	- 168 -
A- Rupture du lien entre vote et propriété.....	- 168 -
1. Les mécanismes n'engendrant pas de dissociation entre propriété et vote .	- 168 -
a. Le nantissement de parts sociales et de compte d'instruments financiers .	- 169 -
b. La tenue de compte-conservation .....	- 172 -
c. L'indivision.....	- 173 -
d. La vente avec réserve de propriété .....	- 173 -
2. Les mécanismes engendrant une dissociation entre propriété et vote .....	- 179 -
a. La location et le crédit-bail d'actions et de parts sociales .....	- 180 -
b. Les cessions d'actions après la date d'enregistrement .....	- 183 -
c. Le retrait ou l'exclusion d'un associé.....	- 186 -
d. La spécificité du démembrement de propriété.....	- 186 -
B- Rupture du lien entre propriété et aléa.....	- 188 -

1. L'actionnariat indirect.....	- 188 -
a. Les sociétés d'investissement.....	- 188 -
b. Les actionnaires non résidents.....	- 191 -
2. Les propriétés temporaires.....	- 199 -
a. L'exclusion de la location et du crédit-bail.....	- 201 -
b. L'ambiguïté de la vente à réméré.....	- 203 -
c. Le prêt.....	- 213 -
d. La vente avec réserve de propriété.....	- 224 -
e. Les cessions de droits sociaux étalées dans le temps.....	- 226 -
f. Les aliénations fiduciaires.....	- 227 -
α. Les conventions de portage.....	- 228 -
β. Le transfert de propriété à titre de garantie par recours à des promesses croisées.....	- 235 -
γ. La pension.....	- 237 -
δ. Les garanties financières.....	- 242 -
ε. La fiducie.....	- 248 -
II- La couverture de l'aléa social par l'associé.....	- 257 -
A- Le transfert conventionnel des prérogatives pécuniaires.....	- 258 -
1. Les conventions de croupier.....	- 258 -
2. Les autres cas de transfert des droits et obligations financiers.....	- 260 -
B- L'assurance.....	- 262 -
C- Les dérivés.....	- 269 -
1. L'assurance contre les pertes.....	- 271 -
2. L'intérêt à la baisse.....	- 277 -
3. Quelques exemples.....	- 279 -
Section 2 – L'encadrement insuffisant des mécanismes de dissociation.....	- 282 -
I- L'insuffisance des voies existantes du droit des sociétés.....	- 283 -
A- L'inadaptation des outils correcteurs.....	- 283 -
1. Les infractions pénales relatives au droit de vote.....	- 283 -
2. L'abus de majorité et l'abus de minorité.....	- 285 -
B- L'insuffisance des outils structurels.....	- 286 -
1. Les clauses léonines.....	- 287 -
a. Un champ d'application incertain.....	- 287 -
b. Des effets inadaptés.....	- 294 -
2. La contrariété à la notion de société.....	- 296 -
II- L'inadaptation des obligations d'information dans les sociétés cotées.....	- 300 -
A- Les obligations d'information anciennes.....	- 301 -
B- Les obligations d'information nouvelles.....	- 302 -
Chapitre 2 : Des votants non associés.....	- 309 -
Section 1 – Les mécanismes de représentation.....	- 309 -
I- La représentation par les sociétés de gestion.....	- 311 -
II- Le vote par procuration.....	- 316 -

A- Le vote des actionnaires étrangers .....	- 317 -
B- La sollicitation de mandats.....	- 319 -
1. Les sollicitations de mandats en droit américain .....	- 320 -
2. Les sollicitations de mandats en droit français.....	- 332 -
a. La genèse de la réglementation.....	- 332 -
b. Le contenu de la réglementation.....	- 336 -
α. La notion de sollicitation de mandats.....	- 338 -
β. Les obligations à la charge des solliciteurs .....	- 340 -
γ. Le contrôle du respect des obligations des solliciteurs.....	- 349 -
δ. Les obstacles au développement des sollicitations.....	- 353 -
Section 2 – L'accès occulte au droit de vote .....	- 359 -
I- L'autocontrôle .....	- 359 -
A- Le champ d'application limité des dispositions régissant l'autocontrôle .....	- 359 -
B- Le réveil possible des droits de vote suspendus.....	- 364 -
II- Les prises de contrôle rampantes .....	- 368 -
A- Les difficultés nées de la pratique .....	- 369 -
1. L'accès occulte immédiat.....	- 369 -
2. L'accès occulte différé .....	- 377 -
B- Les intérêts de la pratique.....	- 378 -
1. L'évitement des règles de franchissements de seuils.....	- 379 -
a. Règles européennes .....	- 379 -
b. Législation française.....	- 393 -
α. Situations donnant lieu à déclaration.....	- 395 -
β. Exemptions.....	- 416 -
γ. Sanctions.....	- 418 -
2. L'évitement des règles relatives aux offres publiques obligatoires.....	- 422 -
 PARTIE 2 L'ATTRIBUTION DU DROIT DE VOTE : PERSPECTIVES D'EVOLUTION.....	- 429 -
 Titre 1 La détermination d'un principe efficient d'attribution du droit de vote.....	- 433 -
 Chapitre 1 : L'abandon du principe de propriété.....	- 435 -
Section 1 – L'inadéquation de la propriété comme principe d'attribution du droit de vote.....	- 435 -
I- La propriété sans aléa social .....	- 436 -
A- L'absence d'uniformité du contenu de la propriété .....	- 436 -
B- La couverture de l'aléa par le propriétaire.....	- 445 -
II- L'aléa sans propriété.....	- 447 -
Section 2 – L'influence de l'abandon du principe de propriété sur la qualité d'associé, principe théorique .....	- 449 -

I- Constat de l'insuffisance des classifications doctrinales existantes.....	- 450 -
A- Les classifications fondées sur les mobiles du propriétaire d'actions.....	- 450 -
B- La classification fondée sur la faculté de participer à la vie sociale.....	- 453 -
II- Recherche d'une classification adaptée .....	- 458 -
A- Examen du régime attaché à la notion d'associé .....	- 459 -
1. Le bénéfice injustifié des droits politiques.....	- 459 -
2. La soustraction volontaire aux droits et obligations à caractère pécuniaire. ....	- 463 -
B- Examen de la notion d'associé .....	- 464 -
Chapitre 2 : L'adoption du principe de l'aléa social.....	- 473 -
Section 1 – Consécration de l'aléa social comme principe d'attribution du droit de vote- ....	- 473 -
I- Les solutions écartées .....	- 474 -
A- Inadaptation des mesures de transparence.....	- 474 -
B- Insuffisance des mesures correctives relatives au vote .....	- 479 -
II- La solution retenue : un principe général liant aléa social et qualité d'associé.....	- 484 -
A- Le contenu du principe .....	- 484 -
1. Principe proposé.....	- 484 -
2. Explication du principe proposé.....	- 485 -
a. Les caractéristiques générales du principe .....	- 485 -
b. La notion d'aléa social .....	- 487 -
c. Le rôle de la propriété.....	- 492 -
B- La sanction du principe .....	- 496 -
Section 2 – Mise en œuvre du principe de l'aléa social.....	- 498 -
I- L'exhaustivité de l'encadrement garantie par la généralité du principe .....	- 498 -
A- Application aux hypothèses où la qualification d'associé fait difficulté .....	- 498 -
1. Le démembrement de propriété.....	- 499 -
a. Aléa social.....	- 499 -
b. Droit de vote.....	- 504 -
2. Les suspensions du droit de vote.....	- 508 -
3. La vente avec réserve de propriété .....	- 514 -
B- Application aux hypothèses où l'attribution du droit de vote fait difficulté..	- 515 -
1. La propriété-garantie.....	- 515 -
2. La propriété-gestion.....	- 517 -
3. La propriété temporaire pour compte propre.....	- 518 -
4. La couverture .....	- 521 -
II- La nécessité de mesures spécifiques garantissant l'effectivité du principe.....	- 525 -
A- Adaptation technique des dispositifs actuels.....	- 525 -
1. Les modalités de reconnaissance de la qualité d'associé.....	- 526 -
a. Lien traditionnel entre transfert de propriété et reconnaissance des droits et obligations sociaux .....	- 526 -
b. Aménagements existants.....	- 529 -

c. Aménagements nécessaires .....	- 531 -
2. Les modalités d'attribution et de décompte des droits de vote en cas de couverture .....	- 532 -
a. Détermination d'un taux de couverture dans les sociétés cotées .....	- 533 -
b. Publicité des positions courtes .....	- 535 -
B- Consécration d'une exception au principe : dissociation des prérogatives politiques et de l'aléa social dans les cessions de droits sociaux .....	- 537 -
1. Les hypothèses de dissociation inhérentes aux cessions de droits sociaux..	- 538 -
a. Les décalages techniques .....	- 538 -
b. Les décalages politiques .....	- 543 -
2. Le traitement des hypothèses de dissociation inhérentes aux cessions de droits sociaux.....	- 544 -
 Titre 2 La prévention des contournements du principe d'attribution du droit de vote.....	- 549 -
 Chapitre 1 : Encadrer le vote pour le compte d'un associé .....	- 551 -
Section 1 – Renforcer l'encadrement des procédés de représentation existants.....	- 551 -
I- Le vote des actionnaires non résidents .....	- 552 -
A- Questions relatives à l'exercice du droit de vote .....	- 552 -
1. La sécurité dans l'exercice du droit de vote.....	- 553 -
2. La facilitation de l'exercice du droit de vote.....	- 556 -
B- Questions relatives à l'attribution du droit de vote .....	- 559 -
1. Propriété et inscription en compte .....	- 559 -
2. Propriété et attribution du droit de vote .....	- 561 -
II- Les sollicitations de mandats .....	- 566 -
Section 2 – Encadrer la représentation de l'associé en cas de dissociation entre propriété et qualité d'associé .....	- 575 -
I- L'encadrement du vote dans les hypothèses traditionnelles de gestion de droits sociaux .....	- 577 -
II- L'encadrement du vote en cas de propriété-gestion.....	- 587 -
 Chapitre 2 : Limiter l'accès occulte au droit de vote.....	- 595 -
Section 1 – Supprimer les incitations à l'accès occulte au droit de vote .....	- 596 -
I- Améliorer l'encadrement de l'autocontrôle.....	- 596 -
A- La précision du champ d'application des suspensions de droit de vote .....	- 597 -
B- L'encadrement du reclassement des participations d'autocontrôle.....	- 601 -
II- Améliorer la réglementation des franchissements de seuils et des offres publiques obligatoires .....	- 603 -
Section 2 – Encadrer l'activité des agences de conseil en vote.....	- 609 -
I- Les difficultés soulevées par le conseil en vote.....	- 610 -
II- L'encadrement du conseil en vote .....	- 615 -

A- L'encadrement actuel.....	- 615 -
B- Le perfectionnement de l'encadrement.....	- 623 -
CONCLUSION.....	- 633 -
BIBLIOGRAPHIE .....	- 641 -
INDEX ALPHABETIQUE .....	- 719 -





## Résumé

L'article 1844 C. civ. suggère que seuls les associés sont titulaires du droit de vote. Une telle affirmation suscite cependant des interrogations. Elle laisse insatisfait, de prime abord, au vu de l'imprécision des contours de la notion d'associé. Elle invite, en outre, à s'interroger sur sa justification.

Une analyse attentive des textes montre que pour déterminer le titulaire du droit de vote, ceux-ci se réfèrent indifféremment, à la qualité d'associé ou à la qualité de propriétaire de parts sociales ou d'actions – les deux étant censées se confondre. Et cela s'explique par le fait que les associés sont supposés supporter l'aléa social, aléa inhérent à la propriété de parts sociales ou d'actions.

Mais seule la propriété dotée de l'absolutisme que les rédacteurs du Code civil voulaient lui conférer permet de présumer l'aléa social. Or le développement de propriétés temporaires ou pour autrui a conduit à attribuer le droit de vote à des associés ne le supportant pas, ébranlant ainsi la construction sociétaire. A cela, s'ajoutent des pratiques permettant à un non-associé de voter, sans garantie qu'il agisse pour le compte d'un associé.

La recherche d'une solution cohérente et complète invite à redéfinir la notion d'associé en la fondant sur l'aléa social. Le droit de vote bénéficierait ainsi aux seuls acteurs courant un tel aléa. Cette solution peut être aisément mise en œuvre moyennant quelques aménagements des modalités de reconnaissance de la qualité d'associé et des prérogatives sociales. Un encadrement spécifique des mécanismes d'accès au vote par un non-associé reste cependant nécessaire.

**Mots-clés :** Droit de vote – Notion d'associé – Aléa social – Propriétés temporaires – Actionnariat indirect – Instruments dérivés – Représentation – Prises de contrôle rampantes

## Abstract

The granting of voting rights in companies

Article 1844 of the Civil Code suggests that only shareholders hold voting rights. Such an assertion gives rise to several questions. It leaves dissatisfied, *prima facie*, considering the vagueness of the concept of shareholder. In addition, it leads to a question about the justification of the allocation of voting rights to shareholders.

A careful analysis of the texts shows that, in view of defining the holders of voting rights, they indifferently refer to the capacity of shareholder or to the capacity of owner of shares – as both are supposed to coincide. And this can be explained by the idea that shareholders are meant to bear the corporate hazard.

However, this hazard can only be inferred from an ownership corresponding to the absolutist conception of the Civil Code's authors. Yet, the development of temporary ownerships or ownerships for others has led to assign voting rights to shareholders who do not bear this hazard, and has undermined the corporate construction. In addition to this, practices allowing a non-shareholder to vote, without assurance that the vote will be cast on behalf of a shareholder, have a similar effect.

The pursuit of a coherent and complete solution prompts to redefine the notion of shareholder, basing it on the concept of corporate hazard. Voting rights would thus only benefit to persons who bear such a hazard. This solution can easily be implemented by slightly adapting the current methods for recognizing shareholder's capacity and corporate rights. Nevertheless, a specific legal framework for devices allowing non-shareholder to vote remains necessary.

**Keywords :** Voting right – Notion of shareholder – Corporate hazard – Temporary ownerships – Indirect shareholding – Derivatives – Proxies – Creeping takeovers