



Université Panthéon-Assas

Master de Droit européen comparé
dirigé par Louis Vogel
2013-2014

*L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en
France et aux Etats-Unis*

Charlotte Kaplan

Sous la direction de Laurent Convert

Séjour de Recherche : Harvard University

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

UNIVERSITÉ PANTHÉON-ASSAS – INSTITUT DE DROIT COMPARÉ

MASTER 2 RECHERCHE DE DROIT EUROPÉEN COMPARÉ

2013-2014

<p>L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES EN FRANCE ET AUX ETATS-UNIS</p>

**MÉMOIRE RÉDIGÉ SOUS LA DIRECTION
DU PROFESSEUR LAURENT CONVERT**

CHARLOTTE KAPLAN

SÉJOUR DE RECHERCHE : HARVARD UNIVERSITY

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires, ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Remerciements

J'adresse tous mes remerciements à Monsieur le Professeur Laurent Convert pour ses conseils dans le cadre de la rédaction de mon mémoire ainsi qu'à Monsieur le Professeur Louis Vogel et à l'ensemble du corps professoral du Master 2 Droit européen comparé.

A mes amis Justin, François, Claire et Virginia ainsi qu'à ma famille pour leur encouragement et leur soutien.

Table des matières

Introduction:	6
Chapitre 1 Les modèles d'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats Unis	11
I La transition du modèle managérial au modèle actionnarial régulé	11
1) la naissance et le développement du modèle managérial (des années 1930 aux années 1970)	13
2) les principes et le développement du modèle actionnarial (à partir des années 1970).....	15
3) La transition vers un modèle actionnarial régulé (à partir des années 2000).....	22
II Les droits d'information des actionnaires dans les sociétés cotées : conceptions, rédacteurs et contenu	24
1) Les conceptions du rôle de l'actionnaire au sein des sociétés cotées	24
a) l'opposition entre actionnaire investisseur et actionnaire propriétaire	24
b) L'opposition entre valeur actionnariale et valeur partenariale	25
c) L'opposition entre deux conceptions de l'intérêt social :	26
2) les rédacteurs des règles d'information et de gouvernance : Hard law et Soft Law	28
a) Le rôle du législateur, des autorités boursières et des bourses– la Hard Law	28
b) Le rôle des organisations représentatives des entreprises – la Soft Law	31
3) Les droits à l'information des actionnaires et les modalités de diffusion de l'information. 33	33
a) Les droits individuels d'information des actionnaires	33
b) Les modalités de diffusion : l'information portable et l'information quérable.	35
Chapitre II Le renforcement des exigences d'information face aux déficiences du modèle actionnarial	37
I La remise en cause de l'efficacité des marchés autorégulés : crises et causes	37
1) Les crises, révélatrices de l'inefficience de l'information pure et parfaite des marchés financiers	37
2) Les causes de l'inefficience de l'information des marchés financiers.....	38
II L'importance croissante du rôle des actionnaires dans l'information	39
1) le renforcement du pouvoir actionnarial dans le contrôle de l'information	39
a) les actionnaires : un bloc hétérogène.	40
b) La montée en puissance des investisseurs institutionnels et ses dangers potentiels.	43
2) les limites du rôle des actionnaires dans le contrôle de l'information.	44
III La recherche de la transparence	46
1) L'exigence d'une information périodique, permanente, exhaustive et fiable	46
a) l'information périodique :	47
b) l'information permanente:	52
c) L'information exhaustive.....	55
d) L'information fiable :	59

2) l'intégration des enjeux environnementaux, nouveau critère pour les investisseurs dans les obligations d'information	61
3) Le renforcement de la transparence en matière de rémunération des dirigeants :.....	65
a) une tendance commune au renforcement de la transparence en matière de rémunération des dirigeants.....	66
b) Une nouvelle étape vers la convergence des modèles : l'arrivée du « say on pay » en France.	71
Chapitre III Les nouveaux défis de l'information des actionnaires dans les sociétés cotées.....	73
I les limites de la transparence.....	73
1) les limites à une transparence absolue en matière d'information financière.....	73
2) Les limites de la transparence de la rémunération des dirigeants : le respect de la vie privée	77
II L'amélioration des systèmes d'information financière	79
1) La recherche d'une convergence des normes comptables internationales	79
2) L'évaluation par les régulateurs de l'efficacité des obligations d'information:	85
III Les actionnaires, acteurs de la transparence ?.....	89
1) L'accès à un flux d'information continu : les nouvelles technologies ou l'illusion d'une démocratie des actionnaires.....	89
2) La délégation et la professionnalisation du traitement de l'information : le rôle des experts ou l'illusion de la transparence	91
Conclusion	94
Bibliographie	97

Introduction:

Ce mémoire porte sur l'information des actionnaires dans les sociétés cotées, devenu un enjeu majeur en droit des sociétés et droit boursier face aux crises économiques et financières successives. Ainsi des exigences croissantes en matière d'information des actionnaires sont apparues comme remède aux faiblesses des systèmes économiques et juridiques en place et ont conduit à la multiplication de lois et de règles satisfaisant ces exigences. Leur efficacité mérite d'être analysée précisément.

En effet, un ensemble de règles regroupées sous le terme de « Corporate Governance » aux Etats-Unis ou de « Gouvernement d'entreprise » en France ont été élaborées pour organiser le contrôle et de la gestion des entreprises. Or, la qualité, la crédibilité et la transparence de l'information des actionnaires constituent la clé de voûte de ces règles de gouvernance, au delà de l'organisation des pouvoirs au sein des entreprises.

Si les impératifs d'information inclus dans les règles de Gouvernance, n'ont cessé de se renforcer notamment avec la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis et la loi NRE en France, ainsi qu'avec la mise en place de codes éthiques ou de bonne conduite, en réponse à des crises successives telles l'affaire Enron et la crise des « subprimes », il convient de préciser dans quelle mesure l'information des actionnaires joue un rôle fondamental.

Le champ d'étude de ce mémoire porte sur les sociétés cotées : en effet, le terme anglo-saxon de « Corporate Governance » recouvre plus spécifiquement les sociétés faisant appel à l'épargne, car il fait référence à la notion de « Public Corporation ». A contrario, le terme français de « Gouvernement d'entreprise » fait référence à une unité économique, qu'elle soit cotée ou non. Malgré cette différence notable dans la terminologie entre les Etats-Unis et la France, il est cependant intéressant de comparer les modèles de ces deux pays pour les sociétés cotées. Ainsi, le code AFEP-MEDEF révisé en juin 2013 a pour objet : « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ». Il s'adresse principalement à ces dernières, même s'il

recommande d'appliquer et d'adapter tout ou partie de ses dispositions dans les sociétés non cotées. Les principes qui régissent l'information des actionnaires dans les sociétés cotées ont ainsi les critères d'exigence les plus élevés et posent les problèmes les plus complexes, que j'ai souhaité étudier dans ce mémoire.

L'intérêt d'une comparaison des Etats-Unis et de la France dans ce domaine, réside notamment en la spécificité de ces deux modèles d'information qui, malgré leurs différences profondes, sont amenés à converger à certains égards, du fait d'une similitude des exigences d'information face à la mondialisation de l'économie et à la sophistication des marchés financiers.

L'information des actionnaires mérite à mon sens d'être étudiée car elle est au coeur de la Corporate Governance et du fonctionnement des marchés financiers: ainsi, la théorie économique du « bon fonctionnement » des marchés repose sur une hypothèse d'information pure et parfaite des acteurs économiques, celle-ci étant considérée comme une composante essentielle de la valeur des entreprises à travers l'échange de leurs actions sur le marché boursier ;

Ainsi, l'information devient en tant que telle un bien rare, dont la valeur repose sur l'accès sélectif à l'information de certains acteurs du marché, valeur qui a pour caractéristique de disparaître dès sa diffusion auprès du public. Paradoxalement, l'information est en même temps un bien commun, qui doit faire l'objet d'une diffusion à l'ensemble des acteurs du marché pour des raisons à la fois éthiques et économiques, afin d'assurer l'égalité devant l'accès à l'information, condition d'un bon fonctionnement de la fixation de la valeur d'une entreprise sur le marché.

En réponse à l'hypothèse théorique d'un modèle économique d'un marché parfait, la doctrine juridique est fondée sur une conception plus proche des conditions réelles de production et de diffusion de l'information sur les marchés. C'est pourquoi des principes guident l'élaboration de règles en constante évolution.

Le premier de ces principes vise à assurer l'égalité de tous devant l'accès à l'information. Il s'agit là d'une réponse juridique au paradoxe décrit ci-dessus selon lequel la valeur de l'information serait fonction de la restriction de son accès auprès de seuls initiés et disparaîtrait dès sa diffusion auprès du public. Or, alors que les informations publiées par les entreprises sont toujours plus précises et complexes, la réalité depuis la crise de 1929 jusqu'aux crises les plus récentes (crise des subprimes...), est venue contredire l'efficacité de la diffusion de l'information comme l'élément régulateur du bon fonctionnement des marchés.

Au delà des marchés, l'information des actionnaires est également une condition indispensable pour permettre à ces derniers d'exercer leurs droits, notamment celui de contrôler effectivement la gestion des sociétés. En réalité, l'exercice de ce pouvoir de contrôle n'est pas naturel, car la gestion des sociétés est déléguée à des dirigeants, ce qui implique l'élaboration de règles strictes visant à assurer le contrôle effectif des actionnaires sur la gestion des dirigeants.

De telles règles, organisant à la fois le contrôle et la gestion des sociétés, mais aussi la production et la diffusion de l'information, sont réunies sous le terme de Corporate Governance aux Etats-Unis et de Gouvernement d'Entreprise en France. Les exigences des autorités responsables de la régulation des marchés (SEC et AMF), ont pour point commun d'être en constant développement, chaque système juridique reposant sur une organisation différente : la distinction entre le droit fédéral et infrafédéral prévaut aux Etats-Unis tandis qu'existe un législateur unique en France.

En revanche, si la distinction entre « hard law » et « soft law » est commune aux deux systèmes juridiques, le poids respectif des bourses et des associations professionnelles n'étant pas identique puisque les bourses jouent un rôle prédominant aux Etats-Unis alors que ce sont plutôt les associations professionnelles d'entreprises qui contribuent à la définition de la gouvernance en France.

Le terme d'actionnaire doit aussi être précisé car il est ici entendu au sens large, puisqu'il fait référence non seulement tout actionnaire existant mais inclut également tout investisseur potentiel: l'information a donc vocation à s'adresser au public le plus large.

De même, le terme de marché recouvre ici non le lieu au sein duquel s'opèrent les échanges de titres ou d'actions, mais plutôt l'ensemble des opérateurs intervenant sur ce marché : les sociétés, les banques, les analystes et les actionnaires actuels ou potentiels.

Ainsi, le choix de traiter dans ce mémoire de l'information des actionnaires pour les seules sociétés cotées tient à la complexité des règles et recommandations à cet égard, en raison de l'objectif recherché par les pouvoirs publics, de protection et d'égalité sur les marchés financiers.

D'autres parties prenantes de l'entreprise ou « stakeholders" qui dépassent les frontières du seul groupe des actionnaires (« shareholders ») sont également visées par les règles d'information publiées par les entreprises.

Or, à l'origine, en France, les règles portant sur l'information obligatoire d'un point de vue légal de la part des sociétés, avaient un aspect principalement comptables et visaient

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

principalement à protéger les tiers, tels les créanciers, se limitant à des informations sur la santé financière de l'entreprise en fonction de ses résultats passés.

L'exigence d'information va désormais bien au delà, car elle a vocation à donner une information exhaustive, précise, pertinente, sur l'évolution historique des résultats, les conditions de marché et l'environnement, les risques et opportunités de l'entreprise, ses prévisions et perspectives (informations reprises notamment dans le « document de référence » demandé par l'AMF). Ces informations sont nécessaires à la fixation de la « juste valeur » (« fair value ») de l'entreprise et répondent désormais à un objectif plus large : celui de la recherche de la transparence.

Dans la mesure où l'information est une donnée permettant aux actionnaires et aux investisseurs d'évaluer de la manière la plus juste possible la valeur des titres de la société cotée sur le marché boursier, il convient de rechercher la plus grande transparence en termes d'information des actionnaires dans les sociétés cotées. Philippe Bissara dans « l'influence de la professionnalisation de l'actionnariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières » exprime ainsi cette nécessité : *« la plus importante des exigences du marché est celle de la transparence, c'est à dire de la qualité de l'information financière fournie par la société cotée sur sa situation actuelle, ses perspectives, sa stratégie ainsi que le fonctionnement de ses organes sociaux. Cette information doit être diffusée dans le public sans aucune discrimination et aussi rapidement et régulièrement que possible »*. L'information des actionnaires et la notion de transparence sont donc intrinsèquement liées.

Cependant, la notion de transparence a deux acceptions : la transparence passive, est celle qui permettrait à un tiers de « voir » directement toutes les informations sur la société, telle une « maison de verre ». On voit qu'une telle définition est un objectif impossible à atteindre.

La transparence active doit lui être substituée, car elle suppose une action de la part de la société ou de ses dirigeants vers le public, pour communiquer des informations à la fois fiables et pertinentes, à partir desquelles celui-ci pourrait s'appuyer pour prendre des décisions d'investissement éclairées. Dès lors se pose le problème de la relation entre dirigeants et actionnaires, puisque les dirigeants sont à l'initiative de l'information du public.

Or, ce serait une simplification excessive de considérer les rapports entre dirigeants et actionnaires fondés sur un flux d'information unilatéral de la part des seuls dirigeants : les modèles d'information qui se sont développés depuis la crise de 1929 aux Etats-Unis et en

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

France attestent d'une complexité réelle du rôle des différents acteurs du marché dans le circuit d'information des sociétés cotées.

Chapitre 1 Les modèles d'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats Unis

La construction de modèles d'information des actionnaires dans les sociétés cotées différents, dans un premier temps aux Etats-Unis, puis en France, a conduit à des droits d'information dont la conception, les rédacteurs ainsi que le contenu divergent.

I La transition du modèle managérial au modèle actionnarial régulé

La Corporate governance est née aux Etats Unis dans le contexte de la crise de 1929. Les règles qui encadrent la gouvernance d'entreprise ont été alors élaborées à partir d'une analyse de deux économistes, Adolf Berle et Gardiner Means, au lendemain de cette crise : ils font à cette occasion le constat d'une dissociation entre la propriété et le contrôle, qui est la traduction d'une prise de pouvoir par les dirigeants au détriment d'actionnaires trop faibles. Les règles de Corporate Governance visent à rééquilibrer le pouvoir des actionnaires et le contrôle que ceux-ci peuvent exercer sur les dirigeants, et s'inscrivent dans le cadre juridique suivant :

En droit américain, les sociétés faisant appel public à l'épargne sont administrées par un *Board of directors*, équivalent du conseil d'administration en droit des sociétés français. Ce board est composé de *directors*, équivalent des administrateurs désignés par les actionnaires (*shareholders*) lors des assemblées générales (*general meetings*).

Au sein du conseil d'administration, il faut distinguer les *non-executive directors* qui n'exercent leur fonction qu'au sein du conseil d'administration et les *executive directors* qui cumulent une fonction au sein du conseil d'administration ainsi qu'une fonction de gestion au sein de la société.

Ces dirigeants sont soumis à des obligations vis-à-vis des actionnaires, élaborées par la jurisprudence sur la base des principes du *Trust*¹. Il s'agit des « *fiduciary duties* » qui sont de trois sortes : le « *duty of care* » ou devoir de prudence qui impose aux dirigeants de se tenir informés afin d'agir de façon éclairée, le « *duty of loyalty* » ou devoir de loyauté qui les oblige à agir dans l'intérêt de la société et des actionnaires et enfin un « *duty of disclosure* » ou devoir

¹ J. Riggs, le devoir de loyauté des dirigeants aux Etats-Unis : Gaz Pal. 3 et 5 décembre 2000, p.62

de transparence. Ce dernier recouvre à la fois un devoir d'information à l'égard des autres dirigeants et des actionnaires.

Pour mieux encadrer les rapports entre actionnaires et dirigeants, une institution fédérale est créée au lendemain de la crise de 1929, s'inspirant des principes de Corporate Governance élaborés par Berle et Means : la *Securities and Exchange Commission (SEC)* a pour mission d'encadrer le fonctionnement des marchés financiers en réglementant les obligations d'information des sociétés, de contrôler et réprimer les pratiques douteuses. Ainsi, en 1934, le *Securities and Exchange Act* donnant naissance à la SEC encadre le droit boursier. Cette dernière a joué depuis sa création un rôle majeur en matière d'amélioration de la qualité et de la quantité des informations données par les sociétés aux marchés.

Le modèle managérial s'impose jusqu'aux années 1970, période à laquelle il est remis en cause et remplacé par le modèle actionnarial autorégulé qui s'y substitue jusqu'aux années 2000.

En effet, dans les années 1970, l'efficacité des marchés financiers est désormais considérée comme supérieure à celle de la réglementation pour favoriser l'intérêt des actionnaires. Cette posture intellectuelle repose sur une hypothèse d'un marché parfait dès lors que l'information est elle-même parfaite. Un consensus est trouvé autour de l'idée selon laquelle la discipline de marché et l'indépendance des conseils d'administrations sont suffisantes pour assurer aux actionnaires l'accès à une information de qualité, mesurée au moyen de l'Hypothèse Informationnelle du marché boursier (HEIM).

Dans les années 2000, la faillite d'Enron en 2001 et la crise des subprimes en 2008 démontrent les failles d'un système fondé principalement sur l'autorégulation de marchés considérés à tort comme purs et parfaits.

1) La naissance et le développement du modèle managérial (des années 1930 aux années 1970)

Le modèle managérial prend naissance aux Etats Unis dans le contexte de la crise de 1929. Les économistes Adolf Berle et Gardiner Means, font, au lendemain de cette crise le constat d'une dissociation entre la propriété et le contrôle, et proposent de créer un contre-pouvoir limitant la concentration du pouvoir managérial, les dirigeants de sociétés étant qualifiés de « *nouveaux princes* ». C'est l'origine de la réglementation encadrant les obligations des dirigeants, au niveau fédéral d'une part avec la SEC, et infrafédéral à travers le droit des sociétés, prérogative des Etats.

Il s'agit en effet de restaurer le pouvoir des actionnaires mais l'efficacité de cette réglementation apparaîtra ultérieurement limitée. Par la suite, ce modèle à travers les règles de Corporate Governance, a conquis le Royaume Uni avant de se propager dans tous les pays dotés d'une économie libérale

Ainsi, selon les analyses économiques, la performance des entreprises est influencée par la séparation entre la propriété et le contrôle. Plus précisément, il s'agit de la dissociation entre la propriété du capital appartenant aux actionnaires et de la fonction de direction confiée aux managers. L'étude de Berle et Means, parue en 1932, vise à dénoncer le traitement des petits actionnaires.² Dans leur livre *the Modern Corporation and Private Property*, ils démontrent comment le passage à une liquidité croissante des marchés boursiers en dispersant le capital a modifié les rapports de pouvoirs au sein des sociétés cotées. En effet, la dispersion de capital induite par la liquidité restreint le champ d'action des actionnaires et tout particulièrement des actionnaires minoritaires disposant d'une infime partie du capital. Ces derniers sont conduits à fournir des efforts bien supérieurs aux gains espérés afin de faire valoir leur avis et d'imposer leurs vues. Ainsi, les actionnaires pourtant propriétaires, renoncent à leur droit au titre duquel la société doit être gérée selon leur seul intérêt.

Berle et Means expriment ainsi cette renonciation :

« *Le propriétaire de biens qui investit dans une société moderne abandonne jusqu'à présent sa richesse à ceux qui contrôlent la société, dans laquelle il a échangé le rôle de propriétaire indépendant contre celui qui serait principalement bénéficiaire des dividendes*

² Le gouvernement d'entreprise-le pouvoir rendu aux actionnaires, Jean Jacques Caussain.

*du capital... De tels propriétaires ont abandonné le droit à exiger que la société soit dirigée dans leur seul intérêt ».*³

Face à un tel constat, la réglementation en matière de Corporate governance a pour but de réduire la concentration des pouvoirs entre les mains des seuls dirigeants – concentration induite par la séparation entre la propriété et le contrôle - et de donner les outils aux actionnaires afin qu'ils constituent un contre pouvoir réel. Dès sa publication cette théorie reçoit un écho favorable en politique : c'est ainsi que Berle travaille dans l'équipe de campagne de Roosevelt et ses thèses influencent les réformes du New Deal.

La réglementation a un double but : « politique » au sein des sociétés cotées afin de réduire le pouvoir managérial et « économique », regagner la confiance des investisseurs financiers. Il s'agit enfin d'améliorer l'image des sociétés cotées aux yeux du grand public ainsi que leur légitimité.

En réalité, il ne s'agit pas tant de restaurer le pouvoir actionnarial mais plutôt de limiter le pouvoir managérial, comme l'a écrit ultérieurement Berle en 1954⁴, celui-ci allant jusqu'à rechercher l'introduction de préoccupations de politique publique dans la gestion des sociétés.

Ces principes, qui ne sont pas remis en cause jusqu'aux années 1970, s'inscrivent en droit américain dans une organisation juridique fondée sur la division des compétences entre deux niveaux, fédéral et infafédéral : au niveau fédéral, un droit boursier doit assurer la transparence informationnelle – réglementation énoncée dans le Securities and Exchange Act de 1934) ; au niveau infafédéral, un droit des sociétés peut limiter le pouvoir managérial par le truchement des tribunaux.⁵

La confiance dans l'efficacité de la réglementation ainsi que la défiance vis à vis des marchés et de la liquidité est remise en cause à partir années 1970 par le modèle actionnarial qui considère comme solution ce qui dans les années 1930 était apparu comme un problème :

³ p 335 de *The Modern Corporation and Private property* (édition de 1932) « *property owner who invests in a modern corporation so far surrenders his wealth to those in control of the corporation that he has exchanged the position of independent owner for one in which he may become the merely recipient of the wages of capital...Such owners have surrendered the right that the corporation should operated in their sole interest* »

⁴ *The 20th Century Capitalist Revolution* (New York, Harcourt, Brace, 1954, Adolf Berle).

⁵ La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – pour une meilleure protection de l'intérêt social, sous la direction de Véronique Magnier.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

les actionnaires acceptent, dans ce modèle, de renoncer à tout pouvoir en échange de la liquidité de leurs actifs.

2) Les principes et le développement du modèle actionnarial (à partir des années 1970)

Le développement de la théorie économique des marchés financiers et les limites de la réglementation visant à organiser le contre-pouvoir des actionnaires ont conduit à la mise en place du modèle actionnarial aux Etats-Unis à partir des années 1970, modèle qui inspire encore aujourd'hui les principes de Corporate Governance en droit américain.

La nécessité de prendre en compte le fonctionnement du marché dans la régulation du comportement des sociétés et des dirigeants et leurs obligations d'information a été exprimé par l'économiste Alchian : « *Ignorer ou dénier la force des marchés de capitaux ouverts et compétitifs est, me semble-t-il, une erreur fondamentale de la littérature sur la propriété et le contrôle et sur le capitalisme managérial* »⁶

Ainsi, le modèle américain de Corporate Governance est fondé sur le rôle des marchés boursiers comme outils de contrôle et d'information des actionnaires. Le terme de Corporate Governance et les principes qui la régissent constituant ont été adoptés en 1993 dans un texte de l'American Law Institute intitulé « *Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendations.* » Les contributeurs à cette réflexion sont, sous l'égide de l'Institut, des professeurs et praticiens du droit réunis au sein d'un comité ainsi que l'American Bar Association. La particularité du modèle américain de gouvernance des sociétés ou Corporate Governance, dont les principes ont été élaborés dans les années 1970, réside dans la place prioritaire qu'il accorde à l'intérêt des actionnaires. Ce modèle s'appuie sur l'Hypothèse d'efficience informationnelle du marché boursier (HEIM) qui a connu un grand succès à cette période, durant lesquels la confiance en matière de contrôle s'est déplacée de la réglementation externe à la discipline des marchés.

Selon cette théorie, l'information des marchés boursiers en permettant aux investisseurs d'agir de manière éclairée, en supposant qu'ils disposent d'une information complète et transparente, favorise la performance des entreprises, mesurée à travers son seul cours de bourse. Ainsi, dans ce modèle actionnarial fondé sur le marché boursier comme

⁶ 1969, p.136 in 1974 « Ignoring or denying the forces of open competitive market capitalization is, in my opinion, a fundamental error in the writing about ownership and control and about the modern corporate economy »

régulateur, la liquidité qui était considérée comme un élément nocif par Berle et Means devient au contraire l'élément régulateur et l'information en constitue une composante essentielle, intégrée dans le cours de bourse, indicateur de la « shareholder value » qu'il convient de maximiser.

En effet, les analyses et recommandations contenues dans le texte de l'American Law Institute, ont pour objectif la maximisation de la « shareholder value », soit la valeur des titres pour l'actionnaire en leur donnant des moyens d'action et de contrôle auprès des dirigeants. Ce texte prône le modèle actionnarial en précisant le rôle et les objectifs de chacune des instances dans les sociétés cotées, en particulier celui du conseil d'administration.

Le conseil d'administration est amené à jouer le rôle « d'interface »⁷ entre les dirigeants et les actionnaires d'une part, entre la société et les marchés financiers d'autre part. Il doit représenter l'intérêt des actionnaires en contrôlant l'activité des dirigeants, leur nomination, leur révocation, la fixation de leur rémunération. Il doit garantir le bon fonctionnement de la politique et des systèmes de remontée d'information de la société vers les marchés.

A ce titre, il est impératif que le conseil d'administration soit composé pour une part croissante d'administrateurs indépendants. Les administrateurs sont ainsi perçus de moins en moins comme des conseillers stratégiques et davantage comme des « gardiens » (Easterbrook et Fishel 1993).

Le modèle actionnarial est appelé alternativement modèle « financier » (Blair 1995), « modèle d'agence » (Blair et Stout, 1999), modèle de « souveraineté actionnariale ».

Il est dès lors nécessaire de mettre en place les dispositifs incitant les dirigeants à aligner leur comportement sur la maximisation de la valeur pour les actionnaires, obtenant un alignement de leurs intérêts et réduisant ainsi l'écart entre le contrôle et la propriété.

L'information des marchés s'accompagne ainsi des dispositifs suivants: la suppression des clauses interdisant les prises de contrôle hostiles, dont la menace oblige les dirigeants à rechercher une valeur élevée du cours de bourse, à défaut de subir le risque de perdre leur emploi en cas de prise de contrôle hostile (demande d'interdiction des *poison pills*...) et de valoriser leur rémunération indirecte en la liant au cours de bourse à long ou moyen terme, par la mise en place de plan de stock options. D'une part, les OPA/OPE constituent une menace pour les dirigeants d'entreprise dont la valeur boursière serait en chute. Dans cette perspective,

⁷ Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre. Antoine Rebérioux.

les dispositifs anti OPA sont interdits. D'autre part, les stock options, dont la valeur potentielle, peut dépasser largement les salaires versés aux dirigeants, constituent un moyen d'aligner le comportement des dirigeants, en subordonnant leur rémunération aux fluctuations des cours boursiers à la date d'exercice des options.

En raison de leur rôle de régulateur et d' « interface » du conseil d'administration entre l'entreprise et les marchés et entre les actionnaires et les dirigeants, les administrateurs se doivent d'être indépendants.⁸ L'indépendance telle qu'elle est définie, revêt une notion extensive : elle exclut de la définition d'administrateur indépendant toute personne ayant été en relation d'affaires avec la société, l'actionnaire de référence, membre de la direction et même le salarié pendant un certain temps. Il est recommandé qu'à minima trois administrateurs soient indépendants et qu'aucun ne soit employé depuis deux ans par la société. Dans les sociétés importantes, cette exclusion s'applique à plus de la moitié des administrateurs, sauf dans les groupes de contrôle ou sociétés familiales.

A cet égard, le droit américain a repris des dispositions déjà existantes en droit français des sociétés, qui interdisait le cumul des fonctions de cadre supérieur et celle d'administrateur. Cette exigence d'indépendance est reprise dans les codes de gouvernance ou codes d'éthique, publiés depuis le rapport Gilson Kraakman (1991) aux Etats Unis ou le rapport Cadbury (1992) au Royaume Uni et en France dans les rapports Viénot I et II puis Bouton.

Enfin, le conseil d'administration est assisté par des comités spécialisés et présentant les garanties d'indépendance requises pour assurer la qualité de l'information transmise aux actionnaires et aux autres investisseurs. Il s'agit du comité d'audit ou audit committee, chargé du contrôle de la fiabilité des comptes, du comité des nominations ou nominating committee, chargé de la sélection des mandataires sociaux, et du comité des rémunérations ou compensation committee, chargé du contrôle des rémunérations des dirigeants et cadres supérieurs.

La mise en œuvre des principes de Corporate Governance aux Etats Unis puis au Royaume Uni a conduit, en France, les associations patronales (MEDEF et AFEP) à une réflexion sur l'adaptation de règles du même type aux spécificités du droit français, en réponse aux crises successives. En effet, l'ouverture croissante du marché financier en France à des

⁸ Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre, Antoine Rebérioux.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

investisseurs étrangers a rendu indispensable la mise en place de garanties et de protection des actionnaires à travers des règles d'information et d'indépendance susceptibles de rassurer les investisseurs notamment anglo-saxons. Il convient toutefois de noter qu'en droit français des sociétés, la loi est d'ores et déjà très détaillée et contient, en avance sur la mise en place de la Corporate Governance aux Etats-Unis, des dispositions strictes en matière de composition et d'indépendance des conseils d'administration.

Les différents rapports proposant une réflexion sur les améliorations du « gouvernement d'entreprise » ne représentent donc pas une simple transposition des principes de Corporate Governance du droit américain mais créent un modèle spécifique, dans lequel une autorégulation par les acteurs des marchés est privilégiée plutôt qu'une démarche prônant des modifications législatives.

Si les Lois NRE et LSF introduisent une modernisation du droit des sociétés, contribuant à ce qu'il convient d'appeler « gouvernement d'entreprise », il s'agit là à de nombreux égards de lever des blocages ou d'introduire une plus grande flexibilité, telle la possibilité d'opter pour la dissociation entre les fonctions de président et de directeur général, qui relève du conseil d'administration, sans imposer par la loi un choix contraignant, contrairement au droit américain. La flexibilité permise par le droit français donne aux sociétés la liberté de choisir statutairement entre le cumul de ces fonctions, leur dissociation, ou le recours à une structure du type Directoire et Conseil de Surveillance.

Avant les lois NRE et LSF, de nombreux rapports se sont succédés en France, rapports dont elles se sont inspirées.

Ainsi le premier rapport Viénot de juillet 1995 a été suivi d'autres travaux. On dénombre d'autres rapports tels que Viénot II, Bouton, Institut Montaigne ainsi que deux lois : la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques et la loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 sur la sécurité financière. Dans cette perspective, la Commission des opérations de Bourse (COB), remplacée par l'Autorité de Marchés financiers (AMF), suite à la fusion de la COB et du Conseil des Marchés financiers (CMF) résultant de la loi du 1^{er} août 2003 sur la sécurité financière a joué un rôle important dans la recherche d'une adaptation de certaines dispositions anglo-saxonnes au droit français, tout en conservant les spécificités de celui-ci, menant, en France, à la constitution d'un modèle spécifique de « gouvernement

d'entreprise », qui représente plus qu'une simple transposition de la «corporate governance » anglo-saxonne (dont la traduction par « gouvernement d'entreprise » serait impropre).

Le rapport Viénot I, qui marque l'acte de naissance du gouvernement d'entreprise et rendu public en juillet 1995, insiste notamment sur l'information des actionnaires à travers la définition et le rôle qu'il confère au conseil d'administration. Ainsi, le conseil d'administration qui répond collectivement de l'exercice de ses missions devant l'Assemblée générale des actionnaires doit les informer par le biais d'un compte rendu, un rapport annuel destiné aux actionnaires. En outre, le conseil d'administration a une responsabilité particulière vis à vis du marché boursier : il doit veiller à la qualité de l'information c'est à dire à sa fiabilité et à sa clarté. Enfin, chaque conseil d'administration est incité à se doter de comités spécialisés : un comité de sélection des administrateurs, un comité de rémunération, et un comité des comptes. Le conseil d'administration se doit d'informer les actionnaires, lors de l'assemblée générale de l'existence de ces comités, ainsi que du nombre de réunions que chacun d'eux a tenu le long de l'année. Quant au comité d'audit, son rôle essentiel est de s'assurer de la pertinence des méthodes comptables adoptées pour l'établissement des comptes consolidés. Il doit aussi vérifier que les procédures internes de collecte et de contrôle de l'information garantissent la pertinence de ces méthodes comptables.

Le Comité Viénot précise cependant que de tels comités ne peuvent se substituer au conseil d'administration qui est seul à détenir le pouvoir légal de décision, à la différence du droit américain.

Le gouvernement, à la suite du rapport Viénot a considéré cependant qu'il fallait adapter la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales en particulier les règles portant sur le fonctionnement interne des entreprises qui font appel public à l'épargne et celles portant sur l'information des actionnaires. Ce souhait s'est concrétisé par le rapport Marini en 1996. A côté de mesures ayant trait au conseil d'administration, le rapport Marini élabore un certain nombre de propositions en matière de démocratie d'entreprise. Il faut distinguer deux types de propositions : celles qui visent à améliorer l'exercice par les actionnaires de leur pouvoirs (propositions n°86 à 88) et celles qui visent à responsabiliser les organismes intermédiaires (associations d'actionnaires et investisseurs d'une part et gérants professionnels, OPCVM et fonds de pension de l'autre)⁹. Les premières concernent notamment l'institution au profit de

⁹ Les premières concernent notamment l'institution au profit de tout actionnaire d'un droit d'accès aux listes d'actionnaires dont dispose la société. En outre, elles visent à permettre aux actionnaires souhaitant contester les

tout actionnaire d'un droit d'accès aux listes d'actionnaires dont dispose la société. En outre, elles permettent aux actionnaires souhaitant contester les orientations de la direction de la société de faire valoir leur point de vue auprès des autres actionnaires, en rallongeant le délai pour la convocation d'assemblée à un mois au lieu de 15 jours ou encore leur donnent la possibilité de désigner un administrateur indépendant qui recueillerait les pouvoirs en blanc émis par les actionnaires. Les secondes visent surtout à l'instauration d'une obligation pour les OPCVM et les fonds de pension de voter lors des assemblées d'actionnaires. Cette règle correspond à la transposition d'une règle déjà en vigueur aux Etats Unis, obligeant les fonds de pension de voter lors des assemblées générales dont ils sont actionnaire.¹⁰

A la suite de ce rapport, le Ministère de l'Economie et des Finances a élaboré un projet de réforme du droit des sociétés contenant deux propositions principalement : premièrement une dissociation des fonctions de président et celle de directeur général comme c'est déjà le cas aux Etats Unis conformément au modèle actionnarial, et surtout deuxièmement une autre proposition visant la publicité de la rémunération et des stock-options des dirigeants des sociétés cotées. Le rapport Viénot II préconise que le conseil d'administration de toute société cotée, avec le concours du comité de rémunérations, consacre dans son rapport annuel d'information des actionnaires, un chapitre spécial sur les rémunérations perçues par les dirigeants. Ce chapitre devrait contenir la politique de rémunération des dirigeants, les principes de répartition des rémunérations. Cette obligation concerne aussi toute société cotée ayant attribué des options de souscription ou d'achat d'action.

Ces différents rapports ont abouti à la loi NRE du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques. La loi NRE a modifié le fonctionnement du conseil d'administration et la répartition des rôles des mandataires sociaux en permettant de dissocier le rôle de président et celui de directeur général. Elle a renforcé l'indépendance des administrateurs et, surtout, accru la transparence de l'information vis a vis des actionnaires dont elle a renforcé leurs droits. En effet, elle consacre désormais la publicité des rémunérations et avantages de toute nature

orientations de la direction de la société de faire valoir leur point de vue auprès des autres actionnaires en rallongeant le délai pour la convocation d'assemblée à un mois au lieu de 15 jours ou encore donner la possibilité de désigner un administrateur indépendant qui recueillerait les pouvoirs en blanc émis par les actionnaires

¹⁰ Cet autre volet vise aussi à accorder aux associations d'actionnaires les mêmes droits qu'aux associations d'investisseurs, en ce qui concerne la défense judiciaire de leurs droits et à l'assouplissement des conditions de fonctionnement des associations d'actionnaires qui seraient ouverte à tous les porteurs.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

accordés aux dirigeants sociaux et élargit le champ de l'information due aux actionnaires aux conséquences sociales et environnementales de l'activité de la société. Cette loi prévoit un moyen d'action pour les actionnaires, au moyen d'une procédure de référé injonction, afin de contraindre les dirigeants sociaux négligents à l'exécution d'une obligation de faire, telle que la communication de documents.

A la suite de la retentissante affaire Enron, qui pourrait se répéter sur les marchés européens, l'AFEP-AGREF et le MEDEF mettent en place un groupe de travail chargé notamment d'examiner la qualité de l'information et de la communication financière. Le rapport de ce comité présidé par M. Daniel Bouton et publié en septembre 2002 sous le titre « *Pour un meilleur gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* » porte essentiellement sur l'éthique, la transparence, et le code monétaire et financier. Dans le sens d'un renforcement de l'information des actionnaires, le rapport, reprenant une proposition des rapports Viénot, au sujet d'une nécessaire évaluation des conseils d'administration, préconise que les actionnaires soient informés dans le rapport annuel de la réalisation de ces obligations d'informations. De même, la loi LSF (Loi de Sécurité Financière du 1^{er} août 2003) complète la loi NRE et vise notamment à améliorer l'information de l'assemblée générale, donc des actionnaires.

Ainsi, l'affaire Enron survenue en 2001, dont les conséquences ont franchi les frontières des Etats Unis, va servir de catalyseur à un renforcement des exigences en termes d'information des actionnaires tant aux Etats Unis qu'en France.¹¹ Cependant, l'évolution de la Corporate Governance aux Etats-Unis et du gouvernement d'entreprise en France, malgré une convergence de certaines dispositions et de principes de fonctionnement, traduit en réalité une opposition conceptuelle du rôle et des droits de l'actionnaire.

Ce sont les crises des années 2000, de l'affaire Enron en 2001 à la crise des *subprimes* en 2008, qui ont mis en lumière les limites et les défaillances du modèle actionnarial d'autorégulation. Elles ont conduit à l'intervention du législateur, avec l'élaboration d'une loi dont l'objectif est de s'assurer de l'efficacité des contrôles mis en place dans le cadre de la Corporate Governance.

¹¹ Le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires, Jean Jacques Caussain.

3) La transition vers un modèle actionnarial régulé (à partir des années 2000)

L'affaire Enron de 2001, suivie d'autres scandales touchant des sociétés cotées importantes aux Etats-Unis, est à l'origine d'une crise majeure, qui a remis en cause les fondements d'un système fondé sur l'autorégulation et imposé l'intervention du législateur. Selon un rapport d'information sur le droit des sociétés à l'Assemblée Nationale, cette crise « a sonné le glas de l'autorégulation »¹².

Entrée en vigueur le 30 juillet 2002, la loi Sarbanes-Oxley, dénommée SOX, dont l'objectif est d'éviter que ne se reproduisent de tels scandales et de restaurer la confiance dans les marchés financiers américains, est apparue comme une vraie révolution du droit aux Etats-Unis. Elle a été ainsi décrite comme « la réforme la plus profonde en matière de droit des affaires américain et sa pratique depuis l'époque de Franklin Delano Roosevelt »¹³.

Ce texte majeur impose des règles strictes visant à améliorer la qualité de l'information financière données par les sociétés à leurs actionnaires, dispositions assorties en cas de manquement de lourdes sanctions pénales. Elle couvre toute société, américaine ou étrangère, faisant appel à l'épargne sur les marchés financiers aux Etats-Unis : le directeur général (CEO : Chief Executive Officer) et le directeur financier (CFO : Chief Finance Officer) se voient imposer une certification des comptes périodiques et comptes annuels ; ils doivent en outre garantir l'efficacité du système de contrôle interne mis en place et divulguer toute défaillance de ces procédures.

Egalement, tout prêt personnel aux dirigeants ou administrateurs est prohibé, disposition d'ores et déjà en vigueur depuis longtemps en droit français. Parmi les mesures phares de la loi Sarbanes-Oxley, de nouvelles exigences sont imposées en matière d'indépendance des membres du comité d'audit, comité dont les responsabilités sont renforcées. Il s'agit, avec ce texte, d'une réponse du droit fédéral à la succession de crises du début des années 2000.

Or, avec la crise financière de 2008 ou crise des subprimes, une nouvelle étape est franchie : cette nouvelle crise démontre en effet la faillite des règles de contrôle du système

¹² Rapport d'information sur le droit des sociétés présenté par M. Pascal Clément, député, et enregistré à la présidence de l'Assemblée nationale le 2 décembre 2003, Doc. Ass. Nat.n°1270, p.21.

¹³ « *the most far-reaching reforms of American business practices since the time of Franklin Delano Roosevelt* »

financier, respectueux pourtant en apparence les dispositions et recommandations et matière de Corporate Governance, ainsi que l'absence de réponse des dispositifs d'alerte.

La réponse du gouvernement fédéral à cette nouvelle crise, est alors d'étendre le rôle et l'intervention du gouvernement au droit des sociétés, domaine réservé traditionnellement aux seuls Etats. Le Congrès fait passer l' « Emergency Economic Stabilization Act », remis à jour par la loi de 2009, l' « American Recovery and Reinvestment Act ». Ces lois ont créé le Troubled Asset Relief Program (« TARP »), dont le but est de stabiliser les marchés financiers. Elles ont ainsi permis au gouvernement d'acheter à hauteur d'une valeur de 700 milliards de dollars les actifs des sociétés financièrement mal en point, en raison des « actifs toxiques » dans lesquels ces sociétés ont massivement investi, supports sous-jacents de produits financiers complexes vendus par les plus grandes banques américaines. Le TARP impose notamment aux sociétés bénéficiant d'aides dans le cadre de cette loi, d'accorder aux actionnaires le « say on pay », c'est à dire le droit de voter la rémunération des dirigeants.

En 2010, la réforme du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (« Dodd-Frank ») consacre un ensemble de changements majeurs pour le monde de la finance et prévoit un certain nombre de dispositions ayant pour but de favoriser les bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. Il va ainsi plus loin que la loi de 2008, en donnant à tous les actionnaires un « say on pay », et en donnant à la SEC le pouvoir d'élaborer des règles autorisant les actionnaires à avoir accès au « proxy statement », document présenté avant chaque vote des actionnaires, les informant sur la composition et la rémunération du conseil d'administration et leur donnant la possibilité de se prononcer sur la sélection et la nomination des administrateurs et ainsi que sur le montant des rémunérations.

Ainsi, les modèles d'information français et américain connaissent actuellement une évolution semblable, menant à la remise en cause d'un système actionnarial autorégulé tout en approfondissant des différences qui trouvent leur origine dans leurs divergences historiques.

II Les droits d'information des actionnaires dans les sociétés cotées : conceptions, rédacteurs et contenu

Les droits d'informations des actionnaires au sein des sociétés cotées s'opposent ainsi au Etats-Unis et en France sur un triple plan : leurs conceptions, leurs rédacteurs et leurs contenus

1) Les conceptions du rôle de l'actionnaire au sein des sociétés cotées

Les divergences relatives aux droits à l'information des actionnaires entre la France et les Etats-Unis trouvent leur origine dans l'altérité des conceptions et des principes décrivant le rôle de l'actionnaire au sein de la société cotée.

a) L'opposition entre actionnaire investisseur et actionnaire propriétaire

Deux conceptions divergentes de l'information des actionnaires sous-tendent en effet les règles de Corporate Governance et de Gouvernement d'Entreprise : la dichotomie entre la « voice » et l' « exit » isolée par Albert O Hirschman dans son livre : *Exit, Voice and Loyalty* peut être utilisée pour expliquer ces différences entre la France et les Etats Unis.

Ainsi, aux Etats Unis les actionnaires sont vus davantage comme des investisseurs qu'à travers leur appartenance à une entreprise. C'est la raison pour laquelle le modèle américain fondé sur le marché boursier, se sert des mécanismes boursiers et notamment de l'efficience informationnelle du marché de capitaux afin de protéger l'investisseur et le créancier. Ainsi, la protection des actionnaires passe aux Etats Unis avant tout par des mécanismes de marché et non par le biais d'institutions. L'actionnaire en tant qu'investisseur est alors tout naturellement conduit à s'exprimer au travers de son investissement en actions et de son option d' « exit ». Lorsqu'il est insatisfait, il est libre de vendre ses actions. Au contraire, en France l'actionnaire est d'abord envisagé comme propriétaire, comme appartenant à l'entreprise. A ce titre, il exerce sa « voice » comme un citoyen au sein d'une démocratie : ils expriment leur pouvoir par des mécanismes formels d'expression ou de vote lors des assemblées générales.

Par conséquent, le modèle américain privilégie l' « exit », ou « le vote avec les pieds » c'est à dire la possibilité pour les actionnaires de vendre leur titre en cas d'insatisfaction, alors que le modèle français de gouvernance préfère la « voice », c'est à dire la prise de parole.¹⁴ En effet, la possibilité pour les actionnaires d'intervenir dans les assemblées générales est faible relativement à la France. Alors qu'en France, au cours d'une assemblée générale, les actionnaires peuvent révoquer les administrateurs par un simple vote à la majorité (*ad nutum*), sans justification ni résolution préalable, aux Etats-Unis les actionnaires ont un pouvoir très limité pour proposer une candidature lors de l'assemblée générale. Leur droit de proposer un candidat à la nomination est d'autant plus faible que les administrateurs ont le pouvoir de retirer la résolution de l'ordre du jour¹⁵.

Dans une conception de défense informationnelle de l'investisseur, inspirant la tradition américaine qui conçoit la société par actions comme un contrat entre propriétaire de parts, il est plus facile d'accepter le principe de « *shareholder value* » et de la « *shareholder primacy norm* » : le but de la société par actions est la maximisation du profit de l'actionnaire dont les intérêts prévalent sur tous les autres. A contrario, dans la tradition française, l'entreprise est une personne morale ayant une existence propre détachée de ses membres. Cette conception qui distingue un intérêt propre de l'entreprise différent de celui de ses membres semble, quant à lui, difficilement conciliable avec la *shareholder primacy norm*.¹⁶

La différence de conception du rôle de l'actionnaire sous-tend à son tour une opposition conceptuelle entre valeur actionnariale et valeur partenariale.

b) L'opposition entre valeur actionnariale et valeur partenariale

Il faut distinguer entre ces deux notions de la valeur : la valeur actionnariale de la valeur partenariale. Dans la première conception, la gouvernance d'entreprise vise à la création de valeur pour l'actionnaire. La « *shareholder value* » correspond au modèle actionnarial développé au Etats Unis à partir des années 1970, qui considère comme prioritaire l'intérêt des

¹⁴ Cette opposition entre « exit » et « voice » est issue d'un traité écrit par Albert O. Hirschman : *Exit, Voice, and Loyalty* (1970).

¹⁵ La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social, Véronique Magnier p 19.

¹⁶ Droits à l'information des actionnaires et actions sociales des associés en France et en Allemagne. Considérations de droit comparé en relation avec les directives américaines. Alain Alcouffé et Christian Kalweit, publié dans *Revue Internationale de droit économique*. 2003/2 (t.XVII,2) aux éditions De Boeck Supérieur.

actionnaires. En théorie, le marché boursier garantit ce dernier par l'alignement qui s'opère entre les intérêts des dirigeants et celui des actionnaires par le biais notamment des stocks options. Au contraire, dans le système de la valeur partenariale, la création de valeur pour l'ensemble des partenaires (« stakeholders ») est valorisée. La définition des différentes « parties prenantes » s'étend au delà des seuls actionnaires, aux clients, aux fournisseurs, aux salariés.

Si le modèle actionnarial s'est largement imposé depuis une vingtaine d'année en Europe et notamment en France, le contrôle exercé par les actionnaires sur la gestion de la société consiste essentiellement en une limitation du pouvoir des dirigeants par le biais de l'interdiction des dispositifs anti-OPA/OPE et en l'exigence d'indépendance des administrateurs ainsi que la mise en place des dispositifs de rémunération incitatifs, alignés sur le cours des actions, à travers les plans de stock-options.

Cependant en France, la conception de l'intérêt social est sensiblement différente de celle en vigueur aux Etats Unis et se prête mieux à la prise en considération de l'intérêt des « stakeholders », des parties prenantes, et non uniquement des actionnaires.

c) L'opposition entre deux conceptions de l'intérêt social :

La conception de l'intérêt social est très différente en France de celles des Etats Unis. En effet, le rapport Viénot met en exergue le fait que dans les pays anglo-saxons, et notamment aux Etats Unis l'objectif de la gouvernance d'entreprise est en priorité celui de la maximisation de la valeur de l'action (shareholder value, ou valeur actionnariale) alors qu'en France, l'accent est plutôt mis sur l'intérêt social de l'entreprise. Le rapport donne la définition suivante de l'intérêt social ou intérêt général commun:

« L'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est à dire l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

fournisseurs, et de ses clients, mais qui correspond à leur intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité de l'entreprise »¹⁷.

Ainsi, le rapport Viénot se démarque de la conception anglo saxonne de la corporate governance. Cette dernière considère, en effet, que l'intérêt social impose aux mandataires sociaux de diriger la société dans l'intérêt des seuls actionnaires, qui en attendent le « retour sur investissement ». Cependant, certains ont pu défendre une conception similaire en France en se fondant sur l'article 1833 du Code civil selon lequel toute société doit être fondée dans l'intérêt des associés.

L'intérêt social tel qu'il est conçu en France ne se limite pas comme c'est le cas dans le modèle américain de gouvernance à l'intérêt prioritaire des actionnaires, ni à un modèle partenarial englobant outre les actionnaires, les parties prenantes. Il s'agit d'un intérêt plus abstrait présidant aux intérêts particuliers de ses acteurs. La différence de conception de la notion d'intérêt social en France et aux Etats Unis peut être rapprochée de la différence de conception de la notion d'intérêt général en droit public. En effet, la notion d'intérêt général aux Etats Unis n'est autre que la somme des intérêts particuliers :

« La conception américaine de l'intérêt public ou général est l'héritière de l'âge monarchique anglais ; elle tient le bien public comme la maximisation de la satisfaction des intérêts individuels »¹⁸.

Or la conception américaine de la corporate governance fondée sur un modèle actionnarial a pour objectif principal d'obtenir la maximisation de la valeur de l'action, et donc de servir uniquement l'intérêt des actionnaires.

En France l'intérêt général ne s'entend que des intérêts communs et non de la rencontre d'intérêts particuliers. Ne doivent être mis en commun que les choses constitutives de la chose publique. Il s'agit d'un intérêt public distinct des intérêts privés. Dans cette perspective, le député n'est pas le représentant de ses électeurs mais de la nation toute entière. La conception française d'intérêt général abstrait et détaché des volontés particulières qui le compose, peut se rattacher aisément à la notion d'intérêt social telle qu'elle est conçue en France. L'intérêt social correspond « à l'intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité de l'entreprise ».

¹⁷ Le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires p 43

¹⁸ Introduction au droit public, Elisabeth Zoller (précis) p 153.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

L'intérêt général selon l'expression de Rousseau est « *ce qu'il y a de commun dans ces différents intérêts qui forme le lien social* »¹⁹.

Ces conceptions différentes engendrent des divergences en termes de rédaction des règles de gouvernance et de droit à l'information accordés aux actionnaires.

2) Les rédacteurs des règles d'information et de gouvernance : Hard law et Soft Law

Les rédacteurs des règles de gouvernance sont à la fois le législateur, les autorités boursières et la bourse qui sont à l'origine d'une « Hard Law ». Les organisations représentatives des entreprises, qui jouent un rôle majeur en France, édictent des règles appelées « Soft law »

a) Le rôle du législateur, des autorités boursières et des bourses – la Hard Law

En France comme aux Etats Unis, un choix a été fait de protéger les investisseurs dans les sociétés cotées par le biais de la transparence de l'information (*disclosure*). Ainsi, le choix qui avait été retenu par les Etats Fédérés aux Etats Unis d'assurer cette protection par un contrôle de l'opportunité des opérations n'a pas été retenu (*merit based regulation*) : les autorités boursières pouvaient fixer des règles en matière de droit des sociétés. Le Congrès américain a choisi la première option lors du New Deal et de la création en 1934 de la Securities Exchange Commission (SEC). En France, la COB ou Commission des opérations de bourse qui a été créée par l'ordonnance du 28 septembre 1967 et qui avait pour mission d'assurer la protection de l'épargne et la bonne information des investisseurs, a été conçue sur le même modèle que la SEC. Elle a été remplacée par l'AMF ou Autorité des marchés financiers par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003.

Aux Etats Unis, les règles de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées sont pour l'essentiel rédigées par les bourses de valeurs mobilières plutôt que par les autorités boursières (SEC), car elles relèvent principalement du droit des sociétés qui est une prérogative des Etats

¹⁹ JJ Rousseau Du Contrat social II, 1 in Du Contrat social – Ecrits politiques, Gallimard, Bibliothèque de la Pléiade, 1964, p.368

et ne relève pas du droit fédéral. Si la loi Sarbanes-Oxley a attribué aux autorités boursières des compétences plus étendues, en transférant au niveau fédéral certains aspects du droit des sociétés, sur lesquels la SEC peut désormais intervenir, cette dernière joue surtout un rôle en matière de protection des actionnaires par le contrôle de l'information et de sa transparence tout en étant limitée dans son champ d'intervention par les prérogatives des Etats.

De ce fait, les Bourses ont un rôle traditionnellement important, qui résulte de la dissociation entre le niveau fédéral et le niveau infrafédéral ou fédéré : le droit boursier relève du droit fédéral tandis que le droit des sociétés relève du droit des Etats fédérés. Ainsi, la SEC n'impose jamais mais intervient principalement sous forme d'incitation auprès des bourses, le New York Stock Exchange (NYSE) et le National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) pour les amener à adopter certaines règles.²⁰

Les bourses, à l'origine de l'élaboration de ces règles, sont tenues de les faire appliquer. Leur non respect peut être sanctionné par un retrait de la cote. Le manquement à une règle de communication aux actionnaires, tel que le fait de ne pas solliciter les actionnaires au moyen de procuration pour l'assemblée annuelle entraîne l'application d'une telle sanction.

Cependant, le rôle des bourses comme gardien de la bonne gouvernance doit être nuancé. En effet, leur rôle se limite à un contrôle formel de la gouvernance : elles doivent s'assurer qu'une information a bien été communiquée au public et ne peuvent donc jouer le rôle réservé aux actionnaires et au conseil d'administration en matière notamment d'appréciation de l'indépendance d'un administrateur. Le rôle des bourses est circonscrit en raison du conflit d'intérêt qui pourrait jaillir si un champ de contrôle plus important leur était accordé. En effet, contrôler les émetteurs revient à contrôler leurs clients. Les Bourses sont donc d'autant moins enclines à être exigeantes en matière de règles de bonne gouvernance qu'elles risqueraient de mécontenter leurs clients, les sociétés cotées.²¹ Ainsi, l'Etat du Delaware est très favorable aux dirigeants afin d'attirer les sociétés cotées. Cette concurrence entre les bourses en matière de dérégulation a été appelée par William Cary la course vers le bas : *race to the bottom*²².

²⁰ La SEC a par exemple, obtenu du NYSE qu'il impose aux sociétés cotées la mise en place d'un comité d'audit en 1977.

²¹ L'autorité boursière, gardien d'une bonne gouvernance ? Pierre Henri Conac.

²² W. Cary, Federalism and Corporate law : Reflections Upon Delaware, 83 YALE L.J.663 (1974)

Cependant, la distinction entre droit boursier et droit des sociétés est artificielle. En effet, en assurant la protection des actionnaires par la réglementation de l'information, les autorités boursières interviennent en droit des sociétés et plus particulièrement en matière de Corporate Governance. Une meilleure information des actionnaires permet d'éliminer des comportements abusifs. A titre d'exemple, il a été fait obligation aux dirigeants de sociétés cotées de publier les opérations sur leurs titres en 1934 aux Etats-Unis puis en 1967 en France. Par la suite, les opérations d'initiés ont été interdites en France en 1970. Ainsi, en l'absence de réglementation matérielle, la transparence permet de réguler les comportements des dirigeants en les exposant à la critique des actionnaires. Il en va de même pour la publication de la rémunération des dirigeants.

En outre, les autorités boursières ont joué en matière de gouvernance d'entreprise car elles se sont vues reconnaître par des lois successives des compétences en la matière. La loi Sarbanes Oxley accorde à la SEC une compétence en matière d'information comptable et de contrôle des comptes : l'article 301 de loi SOX lui donne le pouvoir d'imposer des modifications aux règles édictées par les bourses. Cette loi a, en outre, accru ses pouvoirs en matière de fonctionnement des sociétés et notamment en matière de rémunération, de conflits d'intérêt²³ et de révocation des dirigeants ou des administrateurs²⁴. Enfin, la SEC est compétente en matière de réglementation de procuration de vote (proxy).

Cependant, si les autorités boursières ont pu chercher à élaborer une réglementation matérielle face aux limites de la transparence, ces tentatives se sont heurtées aux oppositions des juridictions fédérales : la SEC n'a pu imposer la règle « une action / une voix » dans les sociétés cotées car la cour d'appel fédérale du District de Washington s'y est opposée.

Ainsi, si la SEC et la COB puis l'AMF ont joué un rôle important en matière de développement des règles de gouvernance d'entreprise et d'information des actionnaires, celui-ci a été inégal. Aux Etats-Unis, le fait que le droit des sociétés relève de la compétence des Etats fédérés et non du niveau fédéral, a constitué un frein au rôle de la SEC en matière d'élaboration des règles d'information des actionnaires en droit des sociétés. L'action de la COB puis de l'AMF a donc pu être plus efficace en la matière puisqu'elle n'a pas eu à surmonter cette barrière.

²³ L'article 406 de la loi Sarbanes Oxley impose aux sociétés cotées d'adopter et de déposer à la SEC un code d'éthique qui doit notamment contenir des recommandations en matière de conflit d'intérêts.

²⁴ L'article 305 de la loi Sarbanes Oxley autorise la SEC, à titre de sanction, à prononcer une interdiction d'être administrateur ou dirigeant d'une société cotée.

Sur un plan général, il est à noter que la loi est plus protectrice des droits des actionnaires par rapport aux dirigeants en France qu'aux Etats-Unis comme le démontrent la possibilité pour les actionnaires en France de demander l'inscription de résolutions à l'ordre du jour de l'assemblée générale, l'interdiction légale d'appropriation par le conseil d'administration de pouvoirs dévolus aux actionnaires, l'autorisation obligatoire des actionnaires pour la prise de certaines décisions, la possibilité de révoquer *ad nutum* les administrateurs. Les règles de certains états aux Etats-Unis, tel le Delaware, sont à contrario protectrices des dirigeants en regard des dispositions de la loi française.

Cette différence de conception se retrouve ainsi dans les obligations d'information vis-à-vis des actionnaires et dans le rôle respectif des organisations représentatives des entreprises, complétant en France les dispositions légales par des règles de gouvernement d'entreprise.

b) Le rôle des organisations représentatives des entreprises – la Soft Law

A la différence des Etats Unis, en France, les bourses ne jouent pas un rôle direct dans l'élaboration et le respect des règles de gouvernement d'entreprise. Ce sont en l'occurrence les organisations représentatives des entreprises qui exercent cette mission. En effet, en raison de la tradition interventionniste du législateur français, les bourses comme rédacteurs des règles de gouvernance ont vu leur rôle limité au profit de la loi et des organisations représentatives des entreprises, qui au contraire jouent aux Etats Unis un rôle subsidiaire : aux Etats Unis, le *Business Roundtable*, principale association représentative des grandes entreprises, n'a jamais rédigé de règles en matière de gouvernement d'entreprise. Elle est en revanche intervenue en justice à plusieurs reprises pour contester une règle adoptée par la SEC ou les bourses.

En France, la mise en oeuvre des règles de gouvernement d'entreprise nécessite une flexibilité que la loi, par nature trop rigide, ne peut apporter. C'est la raison pour laquelle la mission d'élaboration et de contrôle des règles de gouvernement d'entreprise a été confiée aux organisations représentatives des sociétés, et plus particulièrement à l'AFEP (Association française des entreprises privées) et au MEDEF (Mouvement des entreprises de France). Ces codes de gouvernement d'entreprise sont le rapport Viénot précité, sur le conseil

d'administration des sociétés cotées de 1995 et mis à jour en 1999, puis le rapport Bouton de 2002. Ces différents rapports ont été consolidés en 2003 dans un code sur le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

En matière de rémunération des dirigeants, le MEDEF a joué un rôle important par l'adoption d'un certain nombre de recommandations en 2003²⁵, 2007²⁶ et 2008²⁷. Ces différentes recommandations ont été consolidées dans le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées en décembre 2008. Cependant, si les interventions du MEDEF sont nombreuses en matière de rémunération des dirigeants, il n'est pas le seul maître à bord. En effet, le législateur est intervenu de nombreuses fois depuis 2001 en allant plus loin que ce préconisait les codes. Par exemple, le législateur a imposé en 2001 la publication individuelle des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées alors que le rapport de Vienot de 1999 ne préconisait qu'une information globale. Le législateur est aussi intervenu en 2005 par la loi Breton²⁸ puis en 2007²⁹. Par ailleurs, sous la menace d'une intervention législative, le MEDEF a adopté le 6 octobre 2008 une recommandation ayant pour but d'obliger les dirigeants de sociétés cotées de renoncer au cumul d'un mandat social et d'un contrat de travail. Cependant, dans des domaines autres que la rémunération des dirigeants, l'intervention du législateur a été assez limitée laissant le MEDEF libre d'exercer un contrôle allant au delà d'un simple contrôle formel, comme celui exercé par les bourses aux Etats Unis³⁰. Cependant si les organisations représentatives jouent un rôle important dans l'élaboration des règles de gouvernement d'entreprise et notamment d'information des actionnaires, elles ne sont pas pour autant toujours efficaces car non contraignantes, par exemple en cas d'indemnité de départ versée à un dirigeant contrairement au vote défavorable de l'assemblée générale des actionnaires³¹. Ainsi, si en

²⁵ Comité d'éthique MEDEF, la rémunération des dirigeants d'entreprise, mandataires sociaux, mai 2003.

²⁶ AFEP/MEDEF, Recommandations sur la rémunération des dirigeants et mandataires sociaux des sociétés cotées, janvier 2007.

²⁷ AFEP/MEDEF, Recommandations sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, octobre 2008.

²⁸ Loi 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie : JO du 27 juillet p.12160

²⁹ Loi 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat : JO du 22 août 2007, p.13945.

³⁰ Ainsi, le législateur est intervenu, par exemple en 2001, pour donner force de loi à la limitation des mandats de directeur général et d'administrateur déjà prévu par le rapport Vienot.

³¹ La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social sous la direction de Véronique Magnier. L'autorité boursière, gardien d'une bonne gouvernance ? Pierre Henri Conac.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

France les organisations représentatives des entreprises ont pour d'élaborer les règles en matière d'information des actionnaires et plus généralement en matière de gouvernement d'entreprise, l'intervention du législateur et leur absence de pouvoir de sanction limite leur rôle de gardien de la bonne gouvernance.

Dès lors, les actionnaires sont eux même les gardiens naturels de leur droit à l'information, qui fait partie intégrante de l'arsenal de règles du gouvernement d'entreprise.

3) Les droits à l'information des actionnaires et les modalités de diffusion de l'information

a) Les droits individuels d'information des actionnaires

En France, l'exercice du droit à l'information de l'actionnaire se fait au cours de l'assemblée générale. En effet, si le droit français ne prévoit pas le droit de poser des questions de manière spontanée lors des assemblées générales, les actionnaires peuvent toutefois envoyer préalablement à la tenue de l'assemblée générale des questions aux dirigeants, afin qu'ils y répondent (article L225-108 (3) Fr CCom). En outre, les actionnaires représentant au moins 5% du capital peuvent poser des questions aux dirigeants deux fois par an. Les réponses à ces questions devront être apportées en dehors du cadre des assemblées générales (art L225-232 FrCom ; Art.195-1 FrDécret). Enfin, il est possible pour des actionnaires représentant 5% du capital de poser une question écrite au conseil d'administration sur la mesure à l'ordre du jour, à la condition de faire appel à un auditeur spécial (art L225-231 FrCCom). Aux Etats-Unis au contraire, il n'est prévu aucun droit à poser des questions de manière explicite.

Le droit pour les actionnaires d'exiger des informations est donc plus faible aux Etats Unis qu'en France. Cependant il ne s'agit pas forcément d'un défaut pour les sociétés cotées. En effet, on constate dans des pays où le droit de poser des questions est fort comme c'est le cas en Allemagne, qu'il existe des abus en matière de recours à ce droit. En outre, le droit de poser des questions n'est pas forcément garant d'égalité en termes d'accès à l'information entre les actionnaires. En effet, il est difficile d'empêcher que de gros actionnaires n'échangent des informations avec les dirigeants en dehors des assemblées générales. Ainsi, une information plus générale et moins particulière serait plus à même d'assurer un traitement égal de tous les actionnaires.

Le droit américain quant à lui, privilégie le droit d'inspection de l'actionnaire. Le droit infra-fédéral, *state law*, autorise les actionnaires à inspecter les livres et registres de la société s'ils peuvent démontrer un « proper purpose ». Quant au droit fédéral, il exige qu'un document formel d'information soit communiqué aux actionnaires, avant que leur vote ne soit sollicité. Il s'agit du « *proxy statement* ». Le droit fédéral et infra-fédéral imposent tous deux que l'information transmise aux actionnaires soit honnête et complète.

Le droit d'inspection a depuis longtemps été codifié dans la plupart des lois des Etats sur le droit des sociétés (State corporate statutes).³² Il existe cependant certaines variantes. L'Etat du Delaware autorise aux actionnaires d'exercer leur droit d'inspection sur le livre d'inventaire, la liste des actionnaires, ainsi que d'autres « livres et registres », à la condition de pouvoir démontrer un « proper purpose », un but légitime. Le MBCA, le Model business corporation act, utilisé dans trente quatre Etats des Etats-Unis, divise les documents en deux catégories. Les actionnaires peuvent exercer une inspection directe sur les statuts de la société, les procès verbal des réunions d'actionnaires et sur la liste des noms des dirigeants. Cependant, les actionnaires doivent avoir un but légitime afin d'inspecter les procès verbaux du « board of directors », les comptes et la liste des actionnaires.

En effet, le droit d'inspection est basé en premier lieu sur le principe du « *legitimate purpose* »³³ en common law, du but légitime ou du « proper purpose ». Il s'agit de démontrer son but légitime dans sa demande d'accès aux documents et registres (records and books). En second lieu, le droit infra-fédéral ou fédéré contient des dispositions en matière de droit d'inspection. Il faut cependant noter que c'est seulement récemment que ce droit d'inspection a été étendu à tous les actionnaires : il ne pouvait être exercé auparavant que par des actionnaires représentant que 5% du capital ou qui étaient actionnaires depuis au moins six mois. Ce droit d'inspection sert aux Etats Unis de substitut en raison de l'absence de registre commercial. En

³² Un exemple : DGCL § 220 (Delaware) « any stockholder shall, upon written demand under oath stating the purpose thereof, have the right during the usual hours for business to inspect for any proper purpose, and to make copies and extracts from :

- (1) The corporation's stock ledger, a list of its stockholders, and its other books and records and
- (2) A subsidiary's books and records

A proper purpose shall mean a purpose reasonably related to such person's interest as a stockholder. The demand under oath shall be directed to the corporation and its registered office in this State or at its principal place of business ».

³³ State ex rel. Cochran v. Penn-Beaver
State ex rel Healy v. Superior Oil Corp.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

droit français les actionnaires ont un droit de communication permanent : ils ont accès et peuvent faire une copie des inventaires, des comptes annuels, les rapports des auditeurs et des dirigeants et de la liste des actionnaires des trois dernières années (art L225-115, 225-117 FrCom ; art 142,152 FrDécret). Les actionnaires ont en outre, un droit de communication temporaire dans le cadre de la préparation des assemblées générales (art 135,138 FrDécret).

Les nouvelles technologies devraient favoriser le droit d'inspection au détriment du droit de poser des questions. En effet, dans le modèle actionnarial américain, il sera aisé pour l'actionnaire-investisseur d'exercer son droit d'inspection par le biais de la banque de données de la société. Au contraire, le droit de poser des questions lors des assemblées générales tel qu'il est conçu aux Etats-Unis ne semble plus viable. En effet, lors d'une assemblée générale en ligne, il semble impossible de répondre aux questions de milliers d'actionnaires. C'est pourquoi le droit de poser des questions en les soumettant avant la tenue de l'assemblée aux dirigeants, tel qu'il est conçu en France, semble plus praticable dans les faits.

Outre le contenu des droits, les modalités de diffusion de l'information des actionnaires diffèrent dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis.

b) Les modalités de diffusion : l'information portable et l'information quérable.

L'information donnée aux actionnaires est soit portable soit quérable. Dans le premier cas, l'information est transmise aux actionnaires par le biais de publications ou d'envoi, dans le second elle est mise à disposition au siège de la société ou au greffe du tribunal de commerce.

En droit français, l'information portable prime sur l'information quérable. Aux Etats-Unis, c'est l'inverse. En effet, comme cela a été précisé précédemment le droit américain privilégie le « *right of inspection* ».

Le caractère quérable de l'information peut constituer un frein à sa diffusion égalitaire. En effet, si il s'agit de la même information qui doit être diffusée à tous les actionnaires, il semble difficile que tous les actionnaires y aient accès dans les mêmes conditions et au même moment. L'ubiquité est une caractéristique de l'information comme le note P. Didier dans son article « *l'égalité des actionnaires mythe ou réalité ?* » : « *l'égalité des actionnaires est presque plus qu'arithmétique car, dans le partage arithmétique, le bien commun est divisé en parts*

*égales. Ici aussi, il est divisé en parts égales, mais tout le monde l'a en entier, car c'est la même information totale qui est due à tout le monde ».*³⁴

En France, la conservation de l'information quérable ne remet pas en cause l'exigence de diffusion égalitaire de l'information dans la mesure où l'information portable excède l'information quérable.

³⁴ « l'égalité des actionnaires, mythe ou réalité ? » P.Didier, JCP E 1994

Chapitre II Le renforcement des exigences d'information face aux déficiences du modèle actionnarial

Les crises financières successives de l'affaire Enron en 2001 à la crise des subprimes en 2008, ont ébranlé la confiance dans un modèle d'autorégulation par le marché. Dans un contexte de modification du paysage actionnarial, avec une montée en puissance en Europe comme aux Etats-Unis des investisseurs institutionnels, la réponse aux limites du système d'information révélées par les différentes crises a été celle de la recherche de la transparence, autrement dit d'un accroissement des exigences en termes de divulgation de l'information aux actionnaires.

I La remise en cause de l'efficacité des marchés autorégulés : crises et causes

Les crises financières successives des années 2000 ont conduit à une réflexion portant sur l'inefficacité de l'autorégulation et les causes de son incapacité à permettre un alignement du comportement des dirigeants sur les intérêts des actionnaires.

1) Les crises, révélatrices de l'inefficacité de l'information pure et parfaite des marchés financiers

En 2001 et 2002, une série de scandales financiers ont éclaté aux Etats Unis dont l'affaire Enron a constitué le point de départ.

La société Enron exerçait une activité de négoce d'énergie. Afin d'assurer son développement, la société a eu recours de façon massive à l'endettement. Or à l'automne 2001, le titre s'est brusquement effondré en bourse et la société a été acculée à demander la protection du *Chapter 11* correspondant aux dispositions sur la faillite de l'*Uniform Commercial Code* américain. Parallèlement, la SEC a ouvert une enquête mettant en cause la responsabilité des dirigeants, des administrateurs et des auditeurs de la société.

Cette affaire a révélé les limites et les insuffisances d'un système basé sur l'autorégulation. En effet, la société Enron respectait en apparence les règles de *corporate governance*. Or une analyse postérieure a montrée que les apparences étaient trompeuses. En effet, il existait de nombreux conflits d'intérêt entre la société et les administrateurs, des

transactions hors bilan avaient été réalisées, enfin les auditeurs exerçaient une mission de conseil parallèlement à leur mission de vérification des comptes. Cette affaire fut le point de départ de la découverte d'autres scandales tels que Worldcom, Tyco. et eut pour conséquence la disparition du premier cabinet d'audit dans le monde, Arthur Andersen, qui certifiait les comptes d'Enron.

La succession de ces scandales a entraîné une prise de conscience de la défaillance du système d'autorégulation et de la nécessité de réformer le modèle actionnarial. Dans ce but, le Congrès américain, la SEC, le New York Stock Exchange (NYSE) et le NASDAQ ont élaboré un texte majeur sur la gouvernance des sociétés cotées : le Sarbanes-Oxley Act le 30 juillet 2002.³⁵ Malgré cette réglementation, la faillite plus récente de la banque d'investissement Lehmann Brothers (LB) en septembre 2008, est un exemple criant des limites d'un système de gouvernance fondé sur l'autorégulation des marchés boursiers.

Dans le cas de ces deux faillites (Enron et LB), les principes de gouvernance semblaient largement respectés et les évaluations boursières très favorables : les stock-options sont utilisés, les conseils d'administration sont composés à 80% d'administrateurs indépendants dans les deux cas³⁶.

Ces différents scandales conduisent à s'interroger sur l'efficacité du contrôle actionnarial et de la transparence via les marchés boursiers.

2) Les causes de l'inefficacité de l'information des marchés financiers

Les différentes crises de la dernière décennie ont mis à mal la croyance dans l'efficacité d'une régulation des comportements des dirigeants par l'information des marchés boursiers. Deux théories remettent en cause le système fondé sur l'hypothèse d'efficacité informationnelle (HEIM) du marché boursier. La première est celle de la finance comportementale, *behaviourial finance*. Cette théorie soutient que certains acteurs du marché ont un comportement irrationnel qui ne peut être contrebalancé par celui rationnel d'autres acteurs du marché afin d'évaluer justement la valeur d'une société. La seconde, appelée « finance mimétique » est d'inspiration keynésienne. Les acteurs chercheraient non pas à

³⁵ le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires Jean Jacques Caussain p.21.

³⁶ Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants. Livre de Jean Jacques Caussain.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

prévoir la capacité future d'une entreprise de dégager du profit mais à anticiper le comportement des autres acteurs, favorisant ainsi l'apparition de bulles.

Ainsi, les dirigeants, disposant de stock-options, peuvent être incités à orienter l'évaluation boursière de leur société en se servant du comportement irrationnel des acteurs du marché.

Le difficile alignement du comportement des dirigeants sur les intérêts des actionnaires tient aussi à la modification du paysage actionnarial : les actionnaires constituent un bloc hétérogène dont les intérêts diffèrent et peuvent même entrer en conflit. Dès lors, aucun alignement ne peut se faire sur des intérêts divers et opposés.

II L'importance croissante du rôle des actionnaires dans l'information

Ces vingt dernières années, les actionnaires ont joué un rôle croissant au dans la gouvernance et notamment dans le contrôle de l'information. Ce changement est lié à la modification du paysage actionnarial et plus particulièrement à la montée des investisseurs institutionnels. Néanmoins, il s'agit d'un rôle qui reste limité.

1) le renforcement du pouvoir actionnarial dans le contrôle de l'information

Depuis les années 1990, l'activisme actionnarial s'est accru et la place des actionnaires dans le contrôle du respect des règles de gouvernement d'entreprise a pris une place plus importante.

En France, les associations d'actionnaires participent à l'élaboration des règles de gouvernement d'entreprise. Ainsi, l'Association française de la gestion financière a rédigé en 1990 des règles de gouvernement d'entreprise portant essentiellement sur l'exercice du droit de vote des actionnaires lors des assemblées générales. Ces recommandations font l'objet d'alertes que l'AFG transmet à ses membres et qui ont sont désormais rendues publiques.

Aux Etats Unis, ce sont les investisseurs institutionnels qui élaborent des codes de gouvernement d'entreprise. A titre d'exemple, le fonds de pension Calpers a rédigé un code dont il vérifie le respect dans les sociétés dans lesquelles il investit. La SEC impose depuis 2003 aux investisseurs institutionnels de communiquer leur politique de vote lors des assemblées générales d'émetteurs afin d'améliorer la transparence.

L'accroissement du pouvoir actionnarial et son rôle de plus en plus important dans l'élaboration et le contrôle des règles de transparence est comparable en France et aux Etats Unis dans la mesure où il tient son origine de la même tendance : l'avènement des investisseurs institutionnels.

a) Les actionnaires : un bloc hétérogène.

Dans la théorie classique, on considérait les investisseurs comme un bloc homogène. Or depuis quelques années, de nouvelles catégories sont apparues, notamment les investisseurs institutionnels et les actionnaires salariés. Cette diversification implique une nécessité de revoir la typologie de l'actionnariat en fonction de la place que les actionnaires occupent au sein de l'entreprise d'une part et en fonction de leur comportement, niveau de compétence et investissement d'autre part.³⁷

La place des actionnaires varie selon leur pourcentage dans le capital, et le caractère interne ou externe, familial ou non de leur actionnariat.

Le pourcentage détenu par un actionnaire détermine sa capacité à intervenir dans le contrôle de l'entreprise. Ce critère de distinction conduit à opposer actionnaires minoritaires aux majoritaires et actionnaires « contrôlaires » aux « non contrôlaires ».

En premier lieu, les actionnaires majoritaires qui détiennent une fraction significative du capital ont plus influence sur les dirigeants que les actionnaires minoritaires.

Il s'agit de distinguer les actionnaires contrôlaires des actionnaires non contrôlaires.³⁸ Les actionnaires contrôlaires possèdent la plus grande part des droits de vote et exercent ainsi un rôle de contrôle interne au sein de la société. Au contraire, les actionnaires non contrôlaires sont davantage dans une logique de placement. Il s'agit d'investisseurs qui ne possédant « collectivement ni la majorité relative ni absolue des droits de vote attachés aux titres de

³⁷ Comment classer les actionnaires des sociétés cotées ? Nathalie Darras-Barquissau Groupe ESC PAU. Revue française de gouvernance.

³⁸ Distinction établie par Morvan en 2005

capital ». Ceux-ci n'exercent qu'un contrôle externe de l'entreprise. Les intérêts des uns et des autres varient selon le groupe auquel il appartient. Une étude de 1999 (Porta et al) portant sur vingt sept pays a montré que le modèle de Berle et Means est loin d'être le plus répandu. En effet, en plus de droits patrimoniaux liés à leurs titres dans l'entreprise, les actionnaires contrôlaire participent au management. Ainsi, la distinction entre actionnaires minoritaires non contrôlaire et actionnaires majoritaires contrôlaire permet d'isoler les actionnaires les plus impliqués dans le management de l'entreprise. Cependant, au sein des groupes eux mêmes, les intérêts peuvent diverger. Ainsi, on trouve au sein des actionnaires minoritaires les investisseurs institutionnels en raison de la diversification de leur portefeuille.

En second lieu, les actionnaires internes à l'entreprise sont les actionnaires-salariés. La distinction entre actionnaires internes et externes a été établie en 1998 par Sundaramurthy et Lyon : les actionnaires internes désignent les salariés de l'entreprise, les dirigeants et les administrateurs de l'entreprise, quant à eux les actionnaires externes sont composés des investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnie d'assurance). Les actionnaires internes sont essentiellement intéressés par la valorisation de leurs titres alors que les investisseurs institutionnels, actionnaires externes, ont la volonté d'intervenir dans la gouvernance et le management de l'entreprise. Cette opposition entre actionnaires internes et externes est patente en ce qui concerne l'accès à l'information. En effet, les actionnaires salariés ont par leur statut accès à certaines ressources auxquelles les actionnaires externes n'ont pas accès : ils ont non seulement accès à l'information interne à l'entreprise mais aussi à l'information externe. Les actionnaires salariés peuvent ainsi participer activement à la gouvernance de l'entreprise. Les salariés, étant doublement impliqués à la fois en tant qu'actionnaires et salariés, sont conduits à s'impliquer davantage dans la performance de l'entreprise. Ce nouveau type d'actionnariat contribue à réduire les conflits d'agence potentiels car il permet d'aligner les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires.³⁹ En France, ce type d'actionnariat s'est beaucoup développé à la faveur du soutien des gouvernements successifs. En effet, ces dernières années un certain nombre de mesures favorisant ce type d'actionnariat ont été prises notamment en France à travers les dispositions relatives à l'intéressement, à la participation des résultats de l'entreprise, aux plans d'épargne d'entreprise⁴⁰ et à l'octroi de stock-options. L'actionnariat-salarié est aussi en accord avec la conception de l'intérêt social

³⁹ Desbrières, 2002 ;Hollandts et Guedri, 2008.

⁴⁰ C.trav., art L.441-1 à L.443-9

en France qui intègre toutes les parties prenantes. Ainsi, dans certaines sociétés cotées en France le pourcentage d'actions détenues par les salariés peut atteindre jusqu'à 5% du capital.⁴¹

En troisième et dernier lieu, on distingue les actionnaires familiaux et non familiaux. Une définition des entreprises familiales a été donnée par Allouche et Amann (2000). Il s'agit d'une entreprise dans laquelle est présente une ou plusieurs familles, actionnaire de référence, représentant au moins 10% et impliquée à l'exécutif. Hirigoyen distingue cinq types d'actionnaires familiaux : actionnaires dirigeants, administrateurs, sereins et actifs, investisseurs, de passage, actifs et opposants. Les actionnaires les moins impliqués dans la gestion de l'entreprise sont les actionnaires de passage et les actionnaires investisseurs.

Un autre classement des actionnaires peut être élaboré en fonction de leur comportement, de leur niveau de compétence et de leur investissement.

Dans le modèle de Berle et Means de la firme managériale, l'actionnaire est passif en raison de son faible pourcentage dans le capital de l'entreprise. Au contraire dans le modèle actionnarial, l'actionnaire peut être soit actif, activiste ou passif. Les actionnaires minoritaires peuvent par exemple contester la stratégie de l'entreprise en faisant des batailles de procuration (« proxy »). Les batailles de procuration sont très utilisées aux Etats Unis et le plus souvent par les investisseurs institutionnels, mais beaucoup moins en France. En effet, en France l'actionnariat est plus concentré, ce qui constitue un obstacle à l'utilisation de cette arme. On parle dans ce cas d'activisme des actionnaires. A l'opposé, la passivité de l'actionnaire correspond au comportement du « passager clandestin », notion utilisée en économie. Ce dernier profite, sans coût pour lui, de l'activisme d'autres actionnaires qui se traduit par des résultats positifs pour l'entreprise.

Le comportement des actionnaires peut aussi être dicté par leur horizon d'investissement. Il faut alors distinguer les actionnaires ayant une vision court-termiste des actionnaires ayant un horizon à long terme. Les premiers, tels que les « day traders », ne sont intéressés que par la valorisation de leurs titres à court terme et incitent les dirigeants à prendre des décisions augmentant sur le court terme les cours des actions.

Les actionnaires peuvent être classés, enfin, en fonction de leur niveau de compétence. Le manque de compétence peut expliquer la passivité de certains actionnaires, image de passivité développée dès les années 1920-1930 dans le modèle managérial de Berle et Means, qui ne se sentent pas assez légitimes pour participer activement à la gestion de l'entreprise. Ce

⁴¹ Le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires JJ Caussain p.132

manque de compétence fait obstacle à leur compréhension des informations dont ils sont les destinataires. Pour pallier ce manque, ils ont recours à des intermédiaires financiers. Les actionnaires doivent donc non seulement être informés mais aussi acquérir les compétences afin de savoir traiter et utiliser l'information qui leur est transmise.

Cette nouvelle classification conduit à s'intéresser plus particulièrement à un groupe d'actionnaires dont le rôle va croissant : les investisseurs institutionnels.

b) La montée en puissance des investisseurs institutionnels et ses dangers potentiels.

L'actionnariat a changé de nature depuis la création des règles de corporate governance. Il était très dispersé au départ et surtout aux Etats Unis dans les années 1930. Cet actionnariat, composé essentiellement de petits porteurs, était essentiellement intéressé par la maximisation de la valeur de leur titre et par la rentabilité de leur investissement

Aujourd'hui, il est composé d'organismes de gestion collective et notamment de fonds de pension qui constituent un actionnariat de référence. Cette montée en puissance concerne en particulier les investisseurs institutionnels étrangers (les « pension funds ») à la bourse de Paris : ainsi, près de la moitié de la capitalisation des sociétés inscrites au CAC 40 appartient à des investisseurs étrangers. Les investisseurs institutionnels français sont appelés quant à eux les « zinzins ». On distingue parmi eux les établissements de crédit, les compagnies d'assurance, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)⁴² et les organismes de retraite. Cette montée en puissance, issue des Etats-Unis, correspond à une extension du modèle de la valeur actionnariale à l'Europe et notamment à la France : la part du pourcentage des investisseurs institutionnels étrangers, en particulier des fonds de pension, hedge funds et private equity, est passée de 29% en 2003 à 37% en 2008.

Ces investisseurs institutionnels, détenteurs de participations importantes, ont choisi de participer activement à la gestion de leur entreprise. Ils contrôlent la rémunération des dirigeants et en exigent leur départ en cas de manque de rentabilité et participent aux assemblées générales notamment. En effet, ces investisseurs ont une influence importante lors des décisions prises en assemblée générale : aux Etats-Unis, à la suite d'une lettre adressée par département

⁴² les OPCVM comprennent les fonds commun de placement (FCP) et les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

du travail américain le 23 janvier 1988 à la société *Avon Products Inc*⁴³, il a été imposé aux fonds de pension américains de voter dans les sociétés ayant leur siège aux Etats-Unis. Ce texte d'application générale a été étendu aux droits de vote attachés aux actions de sociétés étrangères, et notamment françaises, que ces fonds détenaient potentiellement.

Paradoxalement, le danger de ces investisseurs institutionnels est leur mentalité court-termiste. En effet, les exigences de rendement à court terme des actionnaires institutionnels, avec des superdividendes et des rachats d'actions, a poussé les entreprises à rechercher à tout prix la hausse des profits et des cours de bourse dans les années 2000.⁴⁴

Si les actionnaires sont de plus en plus actifs, leur rôle reste cependant limité.

2) Les limites du rôle des actionnaires dans le contrôle de l'information.

Le pouvoir des actionnaires connaît cependant des limites. En premier lieu, l'actionnaire peut manquer d'information au sujet de la compétence d'un administrateur. Dans ce cas la recherche d'informations sur ce dernier représente un coût pour l'actionnaire, qu'il n'est pas toujours prêt à assumer.

En deuxième lieu, en cas de manquement au respect des règles du gouvernement d'entreprise, l'actionnaire peut se trouver dans l'impossibilité d'agir en justice. En effet, en matière de responsabilité civile, il devra démontrer l'existence d'un préjudice, d'autant plus difficile à démontrer que le non respect des règles de gouvernance n'est pas considéré comme un préjudice en tant que tel. Ainsi, une rémunération trop élevée des dirigeants n'est pas constitutive d'un préjudice pour les actionnaires. En outre, la diffusion d'une information erronée entraîne une baisse de la valeur du titre⁴⁵. L'actionnaire subit alors une perte.

⁴³ Avon letter.

⁴⁴ Les mésaventures du modèle de la valeur actionnariale : montée en puissance dans la propriété des entreprises et échec de la gouvernance. Michel Aglietta, Université Paris Ouest, CEP II et Groupama-AM. Intervention au 5^{ème} Forum annuel de la recherche en gouvernance de l'IFA sur le thème : « Crise : les actionnaires sont-ils victimes ou coupables ? » 5 mai 2010.

⁴⁵ « si l'information est faussement pessimiste, le prix du titre baisse alors qu'il aurait dû monter et il remontera en principe lorsque l'information juste aura été rétablie. Si l'information est faussement optimiste, le prix du titre monte alors qu'il aurait dû baisser et il baissera en principe lorsque l'information juste aura été rétablie ». l'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée. Sophie Schiller. 2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés sous la direction de Edith Blary-Clément et Jean Christophe Duhamel.

Cependant, aux fins d'être indemnisé il doit établir le caractère personnel⁴⁶ du préjudice et déterminer l'étendue de ce dernier. L'actionnaire doit apporter la preuve d'un préjudice personnel et spécial, distinct du préjudice subi par la société elle-même. La dépréciation de la valeur d'un titre n'est pas indemnisable s'il n'est pas distinct du préjudice social. Il s'agit d'une jurisprudence constante, à la fois pour la chambre commerciale de la Cour de cassation⁴⁷ et pour la chambre criminelle qui a jugé que la dépréciation des titres sociaux dû à des délits (à titre d'exemple : abus de biens sociaux) commis par des dirigeants constitue un préjudice subi par la société et non un dommage personnel de l'associé.⁴⁸ Cependant il n'en est pas de même en ce qui concerne le manquement à une obligation d'information financière et comptable. En effet, la diffusion d'une information erronée n'appauvrit pas le patrimoine social, mais cause un préjudice personnel aux actionnaires trompés. Cette idée a été exprimée dans le rapport de la cour de cassation pour 2002 : l'information financière et comptable est une obligation de la société envers ses associés, une défaillance à une telle information causerait donc nécessairement un préjudice direct et personnel, et donc réparable. Cependant, le montant du préjudice subi doit être ensuite établi, ce qui n'est pas chose facile.

Le dernier recours est alors l'utilisation du droit de vote. Encore faut-il pour exercer ce droit que la question puisse être soumise au vote en assemblée. Or en France comme aux Etats Unis, la rémunération des dirigeants ne pouvait jusqu'à récemment (en 2010 pour les Etats Unis) faire l'objet d'une résolution en assemblée.

Il est cependant possible de révoquer un administrateur ou un dirigeant en faisant usage de son droit de vote. La situation de l'actionnaire aux Etats Unis est alors moins favorable que celle de l'actionnaire en France. En effet, aux Etats Unis, la révocation doit être inscrite à l'ordre du jour alors qu'en France la révocation est toujours possible même si elle ne figure pas à l'ordre du jour. Il s'agit d'une révocation *ad nutum*.

Cependant, on observe une certaine convergence entre les Etats Unis et la France dans le renforcement des droits des actionnaires. Ainsi, comme cela est déjà interdit en droit français

⁴⁶ Cass com. 28 juin 2005, *Petites Affiches* 11 oct 2005, n°202, note J.F Barbiéri

⁴⁷ Dans une espèce où la ruine de la société avait été causée par la faute volontaire de gestion d'un dirigeant, la chambre commerciale a refusé de qualifier le dommage de « préjudice personnel distinct du préjudice social » Cass com, 19 avr. 2005

Dans une autre espèce où de fausses facturations avaient entraîné des pertes comptables, la chambre commerciale a refusé de qualifier le préjudice de personnel car la perte de valeur n'était que « le corollaire de celui causé à la société ».

⁴⁸ Cass crim, 13 déc 2000, *Rev. Sociétés* 2001, p339.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

et en droit communautaire par la directive 2007/36 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires des sociétés cotées, la NYSE a élaboré une nouvelle règle, sous la pression de la SEC, afin d'interdire aux banques intermédiaires de voter à la place des actionnaires et sans qu'ils aient donné d'indication de vote, pour l'élection des directeurs.

Ainsi, la réponse aux crises des années 2000 a été de renforcer les obligations d'information des actionnaires pour tendre vers une transparence pure et parfaite.

III La recherche de la transparence

La recherche de la transparence passe par l'exigence d'une information financière périodique, permanente, exhaustive et fiable, par l'intégration des enjeux environnementaux dans le champ de l'information et enfin par un renforcement des obligations d'information en matière de rémunération des dirigeants.

1) L'exigence d'une information périodique, permanente, exhaustive et fiable

Les sociétés cotées sont soumises à de nombreuses obligations en matière d'information financière. Ces règles sont mises en place et contrôlées aux Etats-Unis par la SEC (Securities and Exchange Commission) et par l'AMF en France, chargées de la régulation des marchés financiers.

Elles imposent que les sociétés cotées transmettent régulièrement à la SEC et leurs actionnaires un certain nombre d'informations financières. En outre, elles font obligation à ces sociétés de donner aux investisseurs les informations pertinentes lorsque de nouveaux titres sont émis sur le marché. La complexité et la quantité croissante des informations obligatoires amène à des réflexions tant aux Etats-Unis, qu'en France et en Europe, pour réformer certaines de ces règles : ainsi, la SEC a cherché à rendre le système moins lourd pour les sociétés et l'AMF ainsi que les associations patronales (AFEP-MEDEF) ont émis des propositions en faveur d'une simplification.

Les sociétés cotées doivent se conformer à un référentiel de normes comptables pour la publication de leurs états financiers consolidés élaborées par le FASB (Federal Accounting standards board) aux Etats Unis définissant les normes US GAAP (General Agreed Accounting Principles) et par l'IASB (International Accounting standards board) en Europe définissant les

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

normes IAS (International Accounting Standards)/IFRS (International Financial Reporting Standards), obligatoires dans les comptes consolidés des sociétés cotées pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2005.

L'information financière à destination des actionnaires doit être périodique, permanente, exhaustive et fiable.

a) L'information périodique :

Les sociétés cotées sont soumises à de nombreuses obligations en matière d'information financière. Ces règles sont mises en place et contrôlées aux Etats-Unis par la SEC (Securities and Exchange Commission) et par l'AMF en France, chargées de la régulation des marchés financiers.

Elles imposent que les sociétés cotées transmettent régulièrement à la SEC et leurs actionnaires un certain nombre d'informations financières. En outre, elles font obligation à ces sociétés de donner aux investisseurs les informations pertinentes lorsque de nouveaux titres sont émis sur le marché. La complexité et la quantité croissante des informations obligatoires amène à des réflexions tant aux Etats-Unis, qu'en France et en Europe, pour réformer certaines de ces règles : ainsi, la SEC a cherché à rendre le système moins lourd pour les sociétés et l'AMF ainsi que les associations patronales (AFEP-MEDEF) ont émis des propositions en faveur d'une simplification.

Les sociétés cotées doivent se conformer à un référentiel de normes comptables pour la publication de leurs états financiers consolidés élaborées par le FASB (Federal Accounting standards board) aux Etats Unis définissant les normes US GAAP (General Agreed Accounting Principles) et par l'IASB (International Accounting standards board) en Europe définissant les normes IAS (International Accounting Standards)/IFRS (International Financial Reporting Standards), obligatoires dans les comptes consolidés des sociétés cotées pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2005.

Les obligations de transparence pour les sociétés cotées impliquent une information périodique de leur part auprès du public, diffusée à échéances régulières.

Ainsi, aux Etats-Unis, elles doivent élaborer deux rapports annuels, l'un pour la SEC et l'autre destiné aux actionnaires. Le rapport à la SEC, « gouverné » par le droit fédéral, doit

correspondre aux standards du formulaire « Form 10-K ». Ce rapport doit contenir des informations détaillées sur l'information financière et opérationnelle.

En ce qui concerne, le rapport aux actionnaires, il a longtemps été laissé une certaine liberté aux entreprises pour décider de leur contenu. Mais, progressivement la SEC a imposé certaines règles concernant son contenu, notamment par le biais du « proxy statement » : la plupart des sociétés envoient leurs rapports annuels en même temps que le proxy statement,

La SEC exige que le rapport annuel aux actionnaires contienne un état financier certifié, ce qui inclut un bilan vérifié des deux exercices précédents (à vérifier), ainsi qu'un compte de résultat et les flux de trésorerie sur les trois derniers exercices. En outre, ce rapport doit contenir le chiffre d'affaires net et le revenu d'exploitation, tout revenu ou perte des activités poursuivies, les fonds propres, actions privilégiées avec rachat obligatoire, et les dividendes déclarés sur chaque action ordinaire sur les cinq derniers exercices.

Un rapport de gestion doit aussi être ajouté aux éléments constituant le rapport destiné aux actionnaires. Ce rapport contient des données sur la trésorerie, les capitaux propres, les résultats d'exploitation et toute tendance favorable ou défavorable.

Enfin, une dernière information contenue dans ce rapport correspond à une description brève de l'activité de l'entreprise comme ses produits et services. Des données relatives au marché doivent aussi être fournies.

Les sociétés qui veulent devenir cotées doivent elles aussi se conformer aux exigences de la SEC en matière d'enregistrement. Ces exigences en termes d'information prennent la forme de deux documents : un prospectus où se trouvent toutes les informations nécessaires aux investisseurs potentiel et une deuxième section contenant des informations additionnelles.

Les actionnaires et les sociétés cotées sont soumis à des exigences supplémentaires en termes d'information sur la détention des titres et la composition de l'actionnariat. Les dirigeants et les principaux actionnaires (ceux détenant 10% ou plus du capital) doivent soumettre deux rapports à la SEC. Ils correspondent aux « Form 3 et 4 ». Le Form 3 est une déclaration personnelle de droit de propriété effective sur des titres de la société. La Form 4 retrace tous les changements touchant à ce droit de propriété. Ces exigences s'appliquent aussi aux membres de la famille proche des administrateurs, dirigeants et principaux actionnaires.

Les individus qui acquièrent 5% ou plus des actions d'une société enregistrée à la SEC, doivent aussi notifier cet état de fait à la SEC.

En France, le renforcement des obligations d'information a essentiellement porté sur l'information comptable et financière. Celle-ci est communiquée aux actionnaires annuellement, semestriellement et trimestriellement. Les rapports et différents documents sont autant de support à la diffusion de l'information financière. L'article L225-100 dispose que « l'assemblée générale ordinaire est réunie au moins une fois par an, dans les six mois de la clôture de l'exercice (...). Le conseil d'administration et le directoire présente à l'assemblée son rapport ainsi que les comptes annuels et, le cas échéant, les comptes consolidés accompagnés du rapport de gestion y afférent ». On retrouve ce principe aussi pour les sociétés en nom collectif à l'article L.221-7 du Code de commerce. Dans ce rapport le conseil d'administration ou le directoire a pour tâche d'exposer « de manière claire et précise (...) l'activité de la société et, le cas échéant, de ses filiales au cours du dernier exercice écoulé, les résultats de cette activité, les progrès réalisés ou les difficultés rencontrées ou les perspectives d'avenir »⁴⁹.

Pour les sociétés faisant appel au marché financier, les informations contenues dans le rapport se sont multipliées. L'ordonnance du 24 juin 2004 a renforcé les obligations d'information auxquelles le rapport de gestion est soumis. Il « comprend une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société, notamment de sa situation d'endettement, au regard du volume et de la complexité des affaires. Dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats ou de la situation de la société et indépendamment des indicateurs clés de performance de nature financière devant être insérés dans le rapport en vertu d'autres dispositions du code de commerce, l'analyse comporte le cas échéant des indicateurs clés de performance de nature non financière ayant trait à l'activité spécifique de la société, notamment des informations relatives aux questions d'environnement et de personnel ».

A cela s'ajoute une « description des principaux risques et incertitudes auxquels la société est confrontée » avec « des renvois aux montants indiqués dans les comptes annuels et des explications supplémentaires y afférentes » ainsi que des « indications sur l'utilisation des instruments financiers par l'entreprise, lorsque cela est pertinent pour l'évaluation de son actif,

⁴⁹ art R.225-102 c.com

de son passif, de sa situation financière et de ses pertes et profits. Ces indications portent sur les objectifs et la politique de la société en matière de gestion des risques financiers, y compris sa politique concernant la couverture de chaque catégorie principale de transactions prévues pour lesquelles il est fait usage de la comptabilité de la couverture. Elles portent également sur l'exposition de la société aux risques de prix, de liquidité et de trésorerie ».

Enfin un tableau doit être joint « faisant apparaître les résultats de la société au cours de chacun des cinq derniers exercices ou de chacun des exercices clos depuis la constitution de la société ou l'absorption par celle-ci d'une autre société, s'ils sont inférieurs à cinq ».

En outre, des éléments pouvant avoir une incidence en cas d'offre publique doivent être mentionnés dans le rapport du conseil d'administration ou de surveillance⁵⁰.

Un rapport semestriel doit être établi et publié. C'est ce que prévoit l'article L.451-2 III du Code monétaire et financier. L'article R232-13 du Code de commerce régit l'application de l'article précité : il dispose que les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé doivent annexer et déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers le rapport semestriel contenant les mêmes informations mentionnées au III de l'article L451-1-2 du Code monétaire et financier. L'article L 451-1-2 prévoit en son IV l'établissement d'un rapport trimestriel.

Des obligations complémentaires sont imposées par les règlements de l'AMF et les règles déterminées par les opérateurs de marché tel qu'Euronext. Les groupes de société quant à eux se voient imposer des obligations particulières : un rapport consolidé de gestion doit être établi et les comptes consolidés doivent être présentés, conformes aux normes IFRS depuis 2005.⁵¹

Le président du conseil d'administration doit lui aussi établir un rapport détaillé joint au rapport de gestion⁵² dont le contenu est précisé à l'article L.225-57 du Code de commerce et participe à l'application des obligations de transparence et d'information : « les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers les actionnaires (...) contribuent à la transparence de l'entreprise. Cette transparence de l'entreprise participe à la restauration de la

⁵⁰ article L.225-100-3 c.com.

⁵¹ art L225-100-2 c.com.

⁵² article L225-37 du Code de commerce

confiance qui constitue l'objectif de la loi de sécurité financière »⁵³. La loi du 3 juillet 2008 est intervenue en matière de contrôle interne et de gouvernance. Ce rapport doit contenir une déclaration sur la gouvernance d'entreprise et doit détailler les procédures relatives à l'élaboration et au traitement des informations comptables et financières pour les comptes sociaux et les comptes consolidés. Dans ce rapport, on trouve des éléments sur la composition du conseil tels que la question du cumul des mandats ou le pourcentage d'administrateurs indépendants. L'information porte aussi sur l'organisation du comité d'audit ou encore sur les procédures de contrôle interne⁵⁴. En outre, le rapport doit préciser les limitations apportées au pouvoir du directeur général par le conseil d'administration et les modalités de participation des actionnaires à l'assemblée générale.

La transparence est renforcée par l'AMF par un document annuel dont l'établissement est laissé au libre choix des sociétés cotées, appelé « document de référence ». Son contenu est précisé par l'AMF sur son site web: « Toute société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé peut établir, chaque année, un document de référence. Ce document d'information présente l'organisation, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de la société. »

A ce titre, l'information de la part des sociétés cotées, au delà des obligations auxquelles elles doivent se conformer, peut devenir à travers un mode de communication facultatif, un réel vecteur d'image et un outil de communication auprès des analystes financiers et du marché.

Comme le précise l'AMF : « Le document de référence est un document d'information qui constitue un outil de communication en donnant aux analystes financiers, aux investisseurs institutionnels ou aux actionnaires individuels, toutes les informations nécessaires pour fonder leur jugement sur l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur. Il contient l'ensemble des informations juridiques, économiques, financières et comptables concourant à une présentation exhaustive d'une société pour un exercice donné. »

En outre, les sociétés cotées doivent publier les honoraires des commissaires aux

⁵³ I. Urbain-Parléani « les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers les actionnaires » Rev. Des sociétés 2003

⁵⁴ le rapport porte sur la définition du périmètre couvert, le référentiel utilisé et la description des procédures relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

comptes, le nombre total d'actions et de droits de vote composant le capital social si ce nombre a varié par rapport à celui publié antérieurement (art. 223-16 du règlement général de l'AMF), le descriptif des programmes de rachat (art. 221 du règlement général de l'AMF), ainsi que d'autres informations réglementées listées à l'article 223-21 du règlement général de l'AMF.

En dehors des publications annuelles, les sociétés cotées doivent émettre un rapport financier semestriel et une information trimestrielle plus succincte.

Enfin, les sociétés cotées doivent publier chaque mois le nombre total de droits de vote et le nombre d'actions composant le capital social en cas de variation par rapport à une publication antérieure.

b) L'information permanente:

En sus de l'information périodique, les sociétés cotées sont soumises à une obligation d'information permanente, considérée comme un outil indispensable à la bonne tenue du marché.

La première obligation se trouve dans le règlement COB n°90-02 et l'article 4 du règlement COB n°98-07 qui disposait que « l'émetteur (devait) porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours (du titre) ». Cet article a été remplacé par l'article 222-3 du Règlement général de l'AMF qui impose à « tout émetteur..., dès que possible, (de) porter à la connaissance du public toute information privilégiée (...) ». L'article 222-6 vient en complément et précise que « tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué rapidement selon les mêmes modalités que celles utilisées lors de leur diffusion initiale ». L'information permanente doit donc être communiquée « dès que possible ». A ce type d'information s'ajoute l'information périodique et ponctuelle. L'information permanente se justifie par l'existence du marché boursier. Ainsi « à une cotation continue répond une information continue »⁵⁵.

Dans ce cadre, une obligation d'actualisation pèse sur l'émetteur. En effet, si

⁵⁵ Le droit des sociétés cotées et le marché boursier. Hugues Bouthinon-Dumas LGDJ.

l'actualisation dans le cadre de l'information périodique est optionnelle⁵⁶, l'actualisation en matière d'information permanente est obligation. Ainsi, les investisseurs doivent insérer les données « susceptibles d'avoir une influence significative sur le cours des instruments financiers ».

L'obligation d'information permanente répond au souci d'efficience du marché : il s'agit d'obtenir une évaluation instantanée de la société. Elle a cependant moins pour objectif de répondre au souci de juste évaluation de la société et des titres. En effet, l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF, auquel l'article 222-3 renvoie semble modifier le contenu de l'information visée. Il dispose qu' « il s'agit d'une information précise qui (...) concerne (...) un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers (...), qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés (...) » le critère de l' « importance » de l'ancien article 4 du règlement COB a été remplacé par celui de la « précision ». Cependant le critère principal de l'information ayant la « faculté d'avoir une incidence sur les cours » est conservé. L'objectif de ce changement est de préserver l'égalité entre les investisseurs et donc des actionnaires en faisant barrage aux détenteurs d'informations privilégiées qui pourraient tenter d'en tirer profit au détriment des investisseurs moins informés.

En outre, les sociétés cotées sont soumises à des obligations spécifiques d'information à caractère exceptionnel.

C'est le cas du dispositif « anti-rumeur » par lequel l'AMF peut devant des variations inhabituelles des échanges de titres, demander à toute personne susceptible de préparer une offre publique de se déclarer dans un délai fixé par l'AMF.

Lorsque l'AMF envisage de mettre en œuvre cette mesure, elle consulte la société visée au préalable et informe le marché par voie de communiqué de l'application de l'article 223-35 afin que les investisseurs disposent d'une information claire sur les intentions de l'acquéreur éventuel.

C'est également le cas des franchissements de seuils qui doivent être déclarés par un actionnaire seul ou agissant de concert: en 2013, LVMH a été sanctionnée pour ne pas avoir déclaré les franchissements de seuils dans Hermès par le biais de produits financiers complexes. En cas de franchissement de seuil de 10% ou plus, une déclaration d'intention doit être

⁵⁶ Art 212-13-4 du Règl gén AMF « l'émetteur peut procéder à des actualisations régulières déposées auprès de l'AMF »

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

communiquée à l'AMF pour les six mois à venir et portée à la connaissance du public.

C'est enfin le cas des pactes d'actionnaires dès lors qu'ils portent sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la société, comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition de titres, transmis à l'AMF qui en assure la publicité, et des opérations des dirigeants sur les titres de la société.

Ces informations visent à assurer une transparence non seulement de l'information financière sur l'activité et la structure d'une société mais également celle des transactions portant sur les échanges des titres d'une société sur le marché financier.

Aux Etats-Unis, La SEC impose de la même manière une actualisation ou correction de l'information communiquée au marché. Ainsi, la publication d'un communiqué de presse ou d'une déclaration de la part de la société *ab initio*, n'exempte pas d'une obligation de mise à jour ou de correction. L'absence de correction ou de mise à jour constitue un manquement comme s'il s'agissait d'une nouvelle publication omettant les éléments à corriger, induisant en erreur les investisseurs. Une telle obligation de correction ou de mise à jour ne porte que sur des communiqués « vivants » (« alive »), par exemple l'annonce de la rupture d'un accord de fusion dont le projet avait été précédemment annoncé, ce précédent communiqué étant devenu obsolète.

Les tribunaux distinguent l'obligation de corriger et celle de mettre à jour. (*Backmann vs Polaroid Corp.*) L'obligation de corriger est nécessaire en cas d'imprécision au moment de la déclaration initiale. Ce n'est pas le cas de déclarations initialement vraies et devenues inexactes ultérieurement.

De même, les déclarations erronées de la part de tiers ne donnent pas lieu à une obligation de correction de la part de la société, sauf dans le cas particulier où elle aurait été elle-même à l'origine de l'erreur.

Le délai pour la correction d'une déclaration n'est pas clairement défini dans la loi fédérale ni par la SEC. La « promptitude » est cependant recommandée pour éviter que les professionnels avertis, tels les analystes financiers, ne bénéficient d'une information sélective non connue du public, en raison de la mise à jour fréquente de leur part des informations relatives aux sociétés dont ils analysent les résultats et perspectives.

Une transparence idéale ne se contente pas d'une information permanente mais celle-ci doit être aussi exhaustive.

c) L'information exhaustive

Les informations devant être communiquées aux actionnaires sont « toutes » visées. En effet, le règlement COBn°98-07 faisait obligation à la société cotée d'informer les opérateurs de marché sur « tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours (...) ». Aujourd'hui, l'article 222-3 du Règlement général de l'AMF précise que « tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée, (information qui), si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours ». L'article 222-6 ajoute que « tout changement significatif (...) doit être divulgué rapidement (...) », et l'article 212-17 dispose que « le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur (...), sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur. » A première vue, la société cotée devrait tout dire au marché mais en réalité, ces articles visent à garantir aux actionnaires et aux investisseurs en général une transparence active. En effet, dans la mesure où la société n'est pas transparente en elle-même et ne peut donc se laisser observer, elle doit transmettre aux investisseurs toutes les informations permettant de donner une image fidèle de sa situation et de ses perspectives.⁵⁷

Dans le système américain de Corporate Governance, on retrouve l'obligation d'information exhaustive ou complète sous la dénomination de « *completeness* ».

Il convient toutefois de noter qu'en dehors des obligations spécifiques d'information définies par la SEC, il n'existe pas dans les lois fédérales sur les marchés financiers d'obligation générale d'information de faits significatifs. La Cour Suprême indique que « le silence, en l'absence d'obligation d'informer, « *duty to disclose* », n'est pas trompeur ». Les tribunaux laissent aux dirigeants une large marge d'appréciation sur le contenu et le calendrier de l'information, considérée comme une question interne à la société. Par exemple, les sociétés, bien qu'elles soient en position de le faire, n'ont pas d'obligation de corriger les fausses rumeurs émises par des tiers.

⁵⁷ le droit des sociétés cotées et le marché boursier. Hugues Bouthinon-Dumas

Cette conception du droit fédéral peut sembler paradoxale étant donnée la prise en compte en temps réel des informations significatives dans le cours de bourse, dont l'absence de publicité conduit à une mauvaise évaluation ainsi qu'à un traitement inégal des actionnaires, dont certains bénéficieront inévitablement d'une information sélective avant l'ensemble du marché.

En revanche, des exceptions à cette règle générale existent. D'une part, une société disposant d'informations significatives non publiées a interdiction d'effectuer des transaction sur ses propres titres (« disclose or abstain »). En second lieu, lorsqu'une société est amenée à communiquer, elle a pour obligation de le faire d'une manière exhaustive (« completeness ») pour ne pas induire en erreur les marchés. En troisième lieu, le NYSE et le NASDAQ ont adopté des règles obligeant les sociétés à informer rapidement de tout fait significatif (« material development ») et de corriger les rumeurs des marchés. Bien que cette obligation puisse apparaître comme une obligation générale d'information, elle est partiellement inefficace en raison de la liberté laissée aux dirigeants sur le délai de communication et en l'absence d'un mécanisme contraignant en cas de non respect de cette obligation. Enfin, une obligation d'information peut résulter de la négociation ou la conclusion d'accords, dont le non respect pourrait tomber sous le coup des dispositions « anti-fraude ».

En pratique, une société cherchant à ne pas communiquer peut trouver des échappatoires à ces exceptions, afin d'éviter si possible de se trouver dans les cas prévus par ces exceptions, les rendant en partie inefficaces ou en les publiant avec retard.

La règle générale de « non disclosure » (absence d'obligation de transparence) en droit fédéral peut de manière paradoxale rendre inopérante l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés (HEIM) sur laquelle s'appuie le modèle actionnarial.

L'exception relative aux obligations de transparence imposées par le NYSE ou le NASDAQ crée pour les sociétés cotées, objet de cette étude, un principe différent de la règle générale de « non disclosure » du droit fédéral, leur imposant la communication d'une information complète et précise.

Ainsi, lorsqu'une société a choisi de communiquer, la notion d'exhaustivité (« completeness ») de l'information, est particulièrement importante et doit être définie précisément.

La SEC indique qu'une information publiée sur un fait significatif ne doit pas induire en erreur (« mislead ») par sa formulation ou par une quelconque omission les investisseurs. La décision de la SEC sur « Texas Gulf Sulphur » portait sur la découverte de gisements d'or au Canada. Le communiqué de presse ne mentionnait pas des données préliminaires dont disposait

la société indiquant qu'il pouvait s'agir d'un gisement extrêmement important. L'omission de données positives, comportant certes une part d'incertitude, donnait la fausse impression d'absence totale d'informations.

Cette décision « Texas Gulf Sulphur » d'une part démontre que les dispositions anti-fraudes de la SEC s'appliquent non seulement à tout communiqué de presse de la société, mais également à toute forme de communication de la part de la société ou de ses dirigeants (videos, site web...) et que des faits significatifs doivent être publiés, qu'ils soient positifs ou négatifs, leur caractère significatif relevant d'une appréciation de leur importance pondérée par la probabilité de l'événement en question.

Dans le cas « In re Synergen. Inc. Securities Litigation », la société avait publié les résultats de tests cliniques d'un nouveau médicament sans mentionner les caractéristiques des deux groupes testés (le groupe de contrôle étant composé de personnes plus âgées et en moins bonne santé que le groupe recevant le traitement), ce qui aurait apporté une vision différente aux investisseurs sur les perspectives liées à ce médicament.

Ainsi une composante de l'information publiée sur des faits significatifs est également la précision de cette information (« complete and accurate information »).

En revanche, les tribunaux ne considèrent pas que la publication des résultats passés crée à cette occasion une obligation de communiquer simultanément sur des événements négatifs pouvant affecter les résultats futurs.

Un moyen de défense utilisé devant la juridiction américaine contre les accusations de fraude par une information incomplète ou imprécise, est appelé « fraude rétroactive » (« fraud by hindsight »). Il s'agit de situations où la publication d'informations entraîne une baisse du cours des actions à la suite de laquelle une procédure est engagée par des actionnaires mécontents, accusant les dirigeants d'avoir omis de divulguer ces éléments ou les causes de la situation alors qu'ils en avaient connaissance. La défense (fraud by hindsight) consiste à mettre en lumière la rétroactivité de ce constat qui ne pouvait être anticipé dans des communiqués antérieurs.

Les juridictions sont défavorables à des procédures fondées uniquement sur l'opposition entre le caractère optimiste de déclarations de dirigeants suivies d'un renversement de tendance. Il faut en réalité démontrer que les dirigeants avaient connaissance de faits qu'ils n'ont pas publiés.

La défense sous le nom de « *Fraud by hindsight* » a été largement utilisée par des acteurs majeurs (banques, fonds d'investissement) du marché américain, notamment devant la *Financial Crisis Inquiry Commission*, en déclarant qu'il ne s'agissait pas de fraude (ommission

d'informations ou présentations « trompeuses » des faits), car la prétendue fraude en question ne pouvait être constatée qu'avec le recul sur la base d'éléments inconnus par la société ou les dirigeants au moment de la publication des informations.

Ainsi, de nombreux dirigeants de Wall Street ont indiqué qu'ils n'avaient pas la possibilité de prévoir l'éclatement de la bulle immobilière et en conséquence ignoraient que les produits financiers qu'ils avaient commercialisés sur la base des prix de l'immobilier, reposaient en réalité sur des « actifs toxiques », ce qu'ils ne pouvaient prévoir à la date de leur commercialisation. Or, nul professionnel du secteur financier ou immobilier ne pouvait raisonnablement prétendre que les cours de l'immobilier avaient connu une croissance sans précédent dans une période aussi courte, soit une hausse de plus de 70% de 1995 à 2006 contre une moyenne de 3% par an de 1895 à 2006, créant un risque d'effondrement sans précédent. Dès lors que des produits financiers étaient adossés à des prêts hypothécaires à risque (« subprimes »), une crise devenait inévitable.

Ainsi, la banque JP Morgan a admis avoir « régulièrement donné une fausse image aux investisseurs » de ces prêts immobiliers risqués et accepté de payer une amende de 13 milliards de dollars en novembre 2013.

Le 21 août 2014, la Bank of America a annoncé accepter de payer 16,65 milliards de dollars aux autorités américaines pour avoir « menti » aux investisseurs en commercialisant des produits dérivés de crédits hypothécaires toxiques : ainsi, cette dernière n'a pu maintenir sa position selon laquelle « *elle n'était pas responsable de l'effondrement du marché immobilier* ».

En revanche, les tribunaux ont refusé d'inférer la connaissance d'une fraude sur la seule base d'une non-conformité des contrôles internes selon les règles SOX.

La notion d'exhaustivité n'impose pas non plus aux dirigeants ou au conseil d'administration de « caractériser » des données factuelles communiquées au marché mais ils doivent commenter les éventuelles conséquences d'évènements significatifs.

Est désignée « vérité des marchés » ou « Truth on the market », la doctrine selon laquelle des informations disponibles publiquement et largement diffusées, tels un ralentissement économique, n'ont pas à être répétées par la société ou ses dirigeants puisque les marchés en ont déjà connaissance. En revanche, cette doctrine s'applique aux informations générales et non à des développements spécifiques, ni au fait que la société a pu résister à la tendance générale, ces éléments devant alors être portés à la connaissance du public.

Par exemple, dans le cas *Furman vs Sherwood*, la société avait publié des prévisions optimistes liées notamment à l'ouverture d'Eurodisney en France, sans mentionner qu'une

grève en cours risquait d'influencer ces prévisions. La société avait alors indiqué que la grève était connue publiquement et qu'elle n'avait pas d'obligation d'en faire part. Cependant, ce qui était en cause n'était pas la grève en tant que telle mais son impact pour la société, conséquence sur laquelle cette dernière aurait dû communiquer. En effet, quelques semaines après le début de la grève, la société avait indiqué que les perspectives de croissance de ses résultats étaient « excellentes ».

Pour prendre en compte la connaissance par le marché d'éléments non diffusés par la société, il convient néanmoins que ces informations aient été communiquées avec un degré suffisant « d'intensité et de crédibilité ».

Il est également important que la présentation des documents publiés, notamment dans le cadre des obligations de la SEC, ne dissimule pas l'importance de certaines données par exemple, mentionnées uniquement dans une « note de bas de page » non évidente pour un public non averti (« footnote theory »).⁵⁸

Le délai pour la correction d'une déclaration n'est pas clairement défini dans la loi fédérale ni par la SEC. La « promptitude » est cependant recommandée pour éviter que les professionnels avertis, tels les analystes financiers, ne bénéficient d'une information sélective non connue du public, en raison de la mise à jour fréquente de leur part des informations relatives aux sociétés dont ils analysent les résultats et perspectives.

d) L'information fiable :

La loi Sarbanes Oxley, qui fait suite au scandale de Enron a eu pour but de protéger les investisseurs des sociétés dont les titres sont admis sur un marché financier et qui à la différence des investisseurs de sociétés dont les titres ne sont pas émis en bourse, sont présumés plus éloignés du contrôle et du management. Dans ce but les exigences en matière de communication financière ont été renforcées. La loi de 2002 impose de nouvelles règles en matière de comptabilité et de transparence financière. Elle a pour but d'accroître la responsabilité des entreprises et de rendre l'information financière plus fiable. Cette loi est l'une des seules qui encadre le système comptable américain composé des US GAAP, les Generally Accepted Accounting Principles, les principes comptables américains.

⁵⁸ Proxy contest entre Gillette v Coniston Group

Cette loi se décompose en six parties : certification des comptes⁵⁹, contenu des rapports, contrôle de la SEC⁶⁰, comité d'audit et règles d'audit⁶¹, création du Public Company Accounting Oversight Board⁶², et les sanctions. Nous nous intéresserons plus particulièrement au domaine de l'information et donc au contenu des rapports. La SEC fait obligation aux entreprises de publier des informations complémentaires. Le contenu de ces informations comprend des engagements hors bilan, le rapport du commissaire aux comptes et toute autre information nécessaire. En outre, un rapport d'audit interne ainsi qu'un code d'éthique adopté par l'entreprise doivent être ajoutés et la règle « comply or explain » par rapport au code auquel la société fait référence (appliquer ou expliquer) doit être mise en œuvre, en expliquant les raisons du choix éventuel de la société de ne pas respecter telle disposition particulière du code.

Des règles similaires ont été mises en place en France avec l'élaboration de deux codes : le code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées et le code MIDDLENEXT pour les valeurs petites et moyennes, qui incluent des recommandations à destination des organes de gouvernance des sociétés. En cas de non-respect d'une disposition particulière du code auquel la société a choisi comme référentiel, la règle « comply or explain » s'applique, exigeant de la part de la société une justification de ce choix.

L'information extra-financière devient aussi un enjeu de la transparence avec l'intégration des enjeux environnementaux dans les obligations d'information du public et à travers l'investissement appelé « socialement responsable » .

⁵⁹ Le directeur général et le directeur financier prennent une responsabilité personnelle, puisque la loi leur impose de s'engager sur le contenu et la fiabilité des comptes annuels et de faire certifier les états financiers par les auditeurs. Ceux-ci devant être datés et signés.

⁶⁰ Cette loi précise que la SEC se chargera de vérifier le bon comportement des sociétés cotées et cette vérification devra être effectuée au moins tous les trois ans.

⁶¹ Un comité d'audit est nommé pour choisir, désigner, rémunérer et superviser les auditeurs. Il se charge de mettre en place des procédures pour traiter les réclamations qui remettent en cause la comptabilité, les contrôles internes et l'audit. Il doit également préserver la confidentialité des observations faites par le personnel sur les problèmes comptables et audit de l'entreprise. De plus, la loi réglemente l'intervention des auditeurs externes. Elle précise que ceux-ci ne peuvent intervenir dans un cadre autre que leur mission principale. L'entreprise ne peut conserver les mêmes auditeurs externes pendant plusieurs années.

⁶² C'est un nouvel organisme de réglementation et de surveillance créé dans le but de superviser les cabinets d'audit, établir des normes, inspecter et sanctionner le cas échéant les personnes physiques ou morales aux comportements déviants

2) L'intégration des enjeux environnementaux, nouveau critère pour les investisseurs dans les obligations d'information

Ces dix dernières années, les préoccupations environnementales ont pris un essor considérable au sein de la société. Elles correspondent à l'introduction de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) dans la gouvernance d'entreprise ou corporate governance. La Corporate Social Responsibility (CRS), selon son appellation anglo-saxonne, est née aux Etats-Unis dans les années soixante-dix. Cette notion a pour objectif d'inciter les entreprises à prendre en compte les conséquences environnementales et sociales de leur activité afin d'établir de meilleures pratiques qui vont dans le sens de la protection de l'environnement. Le corollaire de la prise en compte des impacts environnementaux de l'activité des entreprises est le développement de l'information environnementale en droit des sociétés. L'information environnementale permet d'orienter les choix des investisseurs. Ce type d'information n'est cependant pas tout à fait une nouveauté: les sociétés intègrent depuis longtemps de manière volontaire des éléments liés à la gestion environnementale et sociale de l'entreprise.

La consécration de l'information environnementale date de la loi NRE qui en a fait une exigence légale. Le Grenelle de l'environnement a remanié le rapport de gestion qui doit désormais contenir des informations sur l'engagement en faveur du développement durable de ces sociétés et de la façon dont les sociétés prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leur activité.

Le décret d'application de la loi NRE⁶³ énumère les éléments ayant trait à l'information environnementale et qui doivent figurer dans le rapport de gestion. On peut distinguer l'information en matière de prévention de celle en matière de réalisation des risques.

La première concerne les risques potentiels et les plus imminents. Ces risques sont énumérés à l'article R 225-105,1° du Code de commerce. Parmi ces risques potentiels, on peut citer « la consommation de ressources en eau, matières premières et énergie », « les conditions d'utilisation des sols », les « déchets » et les « nuisances olfactives et sonores » dont l'évaluation semble difficile. Certaines informations concernent la politique de prévention de l'entreprise : en matière de pollution et gestion des déchets, la loi exige une information sur les « mesures de prévention, de recyclage et d'élimination des déchets » et en matière d'utilisation des ressources, des informations sur « les mesures prises pour améliorer l'efficacité énergétique et

⁶³ Décret n°2002-221 du 20 février 2002 modifié par le décret n°2007-431 du 25 mars 2007

les recours aux énergies renouvelables ». Certaines mesures engendrent la constitution de provisions et non l'engagement de réelles dépenses. Les actionnaires doivent être informés du « montant des provisions et garanties pour risques en matière d'environnement sous réserve que cette information ne soit pas de nature à causer un préjudice sérieux à la société dans un litige en cours ». C'est le cas d'un certain nombre de mesures préventives : celles « prises pour limiter les atteintes à l'équilibre biologique, aux milieux naturels, aux espèces animales et végétales », « les démarches d'évaluation et de certification entreprises en matière d'environnement », « les dépenses engagées pour prévenir les conséquences de l'activité de la société sur l'environnement », « les dépenses engagées pour prévenir les conséquences de l'activité de la société sur l'environnement » et enfin, « les mesures prises pour assurer la conformité des dispositions législatives et réglementaires applicable en cette matière ».

Au contraire, lorsque la mesure se traduit par une dépense réelle pour l'entreprise, celle-ci doit être inscrite dans les charges de l'entreprise et à ce titre les actionnaires doivent en être informés. Les actionnaires doivent ainsi être informés de « l'existence au sein de la société de services internes de gestion de l'environnement, la formation et l'information des salariés sur celui-ci, les moyens consacrés à la réduction des risques pour l'environnement ainsi que l'organisation mise en place pour faire face aux accidents de pollution ayant des conséquences au delà des établissements de la société ».

Les actionnaires doivent aussi être informés en matière de réalisation des risques. Ainsi, les actionnaires doivent être mis au courant des les conséquences financières d'un sinistre ou d'un simple incident ayant eu un impact environnemental, qui sont comptabilisées en charge au bilan. Dans cette perspective, la loi dispose que doit être communiquée aux actionnaires le « montant des indemnités versées au cours de l'exercice en exécution d'une décision judiciaire en matière d'environnement », ainsi que « les actions menées en réparation des dommages causés ».

Les nouvelles technologies ont facilité l'accès à ces informations notamment avec l'ouverture avec la loi Grenelle 1 d'un portail global visant à regrouper toutes les informations environnementales disponibles sur internet⁶⁴.

Un premier bilan de l'information environnementale a été dressé par l'AMF dans son rapport sur les sociétés cotées du 5 novembre 2013 : les efforts accomplis en matière environnementale ont été très importants cependant des efforts restent à faire en matière de présentation de l'information. Les sociétés « ont besoin d'adopter une approche pragmatique

⁶⁴ Portail français Toutsurl'environnement.fr

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

leur permettant d'identifier et de hiérarchiser les informations à intégrer dans leur stratégie et dans leur communication ». L'AMF recommande notamment aux sociétés cotées de « présenter des objectifs clairs, précis, argumentés évaluables, et à assurer un suivi de ces objectifs dans les rapports des exercices suivants ».

Aux Etats-Unis, l'idée selon laquelle le développement durable doit faire partie des préoccupations des entreprises est largement et depuis longtemps partagée. La SEC a publié en février 2010 des lignes directrices sur l'information liée au changement climatique. Ce texte met l'accent sur le fait que l'information financière ne doit pas masquer les conséquences du développement durable sur l'entreprise ainsi qu'une relecture des obligations en matière de divulgation de l'information environnementale.

L'information des actionnaires en matière de responsabilité sociale et environnementale est une condition pour permettre l'orientation des prises de décision de certains investisseurs en fonctions d'objectifs éthiques ou environnementaux. C'est ainsi que se développe aujourd'hui l'investissement « socialement responsable » (ISR) à travers des fonds d'investissement dont les principaux critères tiennent compte de la transparence des entreprises dans ces domaines.

L'investissement socialement responsable a progressé ces dernières malgré la crise financière : sa croissance en période de crise est de 37% contre 30% en 2007 en France. Si l'ISR a connu un essor depuis les années 1970, il n'est pas nouveau tant en France qu'aux Etats Unis.

L'ISR a, en France comme aux Etats-Unis des racines communes. Les précurseurs de l'ISR sont en France comme aux Etats Unis, les églises. C'est le cas, aux Etats-Unis, dès la XVIII^e siècle avec les méthodistes ou encore des Quakers. En outre, des investisseurs tels que John Templeton, refusaient d'investir dans des sociétés vendant de l'alcool ou du tabac. En France ce sont aussi des organisations religieuses investissaient en fonction de critères éthiques ou moraux. En France, (était créé en 1983), le fonds Nouvelle Stratégie créé par Nicole Reille, directrice financière de l'Ordre de Notre Dame de Paris.

D'un investissement sélectif dénigrant « les actions du péché » (tabac, jeu et alcool), on est passé dans les années 1970 et 1980, à une volonté affichée de modifier le comportement économique des entreprises : les fonds ont notamment cherché à modifier le comportement des entreprises sur le volet social et écologique. On est passé d'une approche sélective à une

approche thématique. Si des fonds refusent désormais d'investir dans des sociétés de tabac, elles avancent non plus un argument religieux mais l'argument du coût imposé à la société. Les sujets de préoccupations de ces fonds s'est déplacé du terrain religieux aux questions sociétales. Ainsi, aux Etats Unis, l'ISR s'est développé autour de préoccupations tel que le rôle de l'armée dans la société au moment de la guerre du Vietnam, au problème de l'environnement⁶⁵, à la question de l'énergie nucléaire et à la prolifération des armements nucléaires. En France et plus généralement en Europe, l'ISR de type « moderne » est plutôt apparu dans les années 1980. L'ISR s'est porté principalement sur les questions écologiques et environnementales. Le Code de transparence AFG-FIR pour les fonds ISR ouverts au public - janvier 2010 définit ainsi les buts de l'ISR : « Application des principes du développement durable à l'investissement, approche consistant à prendre systématiquement en compte les trois dimensions que sont l'environnement, le social/sociétal et la gouvernance (ESG) en sus des critères financiers usuels. Les modalités de mise en œuvre peuvent revêtir des formes multiples fondées sur la sélection positive, l'exclusion ou les deux à la fois, le tout intégrant, le cas échéant, le dialogue avec les émetteurs ». Aux Etats-Unis, au contraire, il existe peu de fonds écologiques en tant que tels. Cependant, l'approche sélective est toujours de mise aux Etats-Unis. En Europe, la sélection négative est évitée au maximum. En France, on craint en appliquant cette sélection d'être considéré comme un puritain⁶⁶. Aux Etats-Unis, la politique d'exclusion d'un investisseur est associée à ses convictions.

Ainsi, cette différence d'approche se retrouve dans la définition qui est donnée de l'ISR en France et aux Etats-Unis. Les différents SIF (social investment forums) donnent une définition différente de l'ISR. La définition américaine du SIF porte sur des valeurs : il s'agit d' « intégrer les valeurs personnelles et les préoccupations sociétales dans l'investissement ». Au contraire, la définition française met l'accent sur les questions sociales, financières et environnementales : il s'agit de « reconnaître que toute activité économique produit des effets dont l'investisseur porte une part de responsabilité, de décider d'assumer cette responsabilité, en identifiant l'investissement réalisé et le risque pris et en se solidarisant avec l'entreprise bénéficiaire, allonger son horizon d'investissement au temps nécessaire au développement de tous les effets de celui-ci, élargir ses critères de performance aux effets sociaux et environnementaux de l'activité induite par l'investissement réalisé ».

⁶⁵ La première journée de la terre en 1970.

⁶⁶ Giamporcaro-Saunière (2004)

Cette croissance et l'expansion de l'ISR a conduit à l'engagement d'investisseurs de tout type : les particuliers, les organismes gouvernementaux, les fonds de pension. Cependant, la différence fondamentale concerne l'implication des gouvernements en France et en Europe de manière plus générale. Ainsi, il a été imposé dans différents pays d'Europe aux fonds de pension de communiquer publiquement dans quelle mesure ils prenaient en compte les facteurs sociaux et environnementaux dans leurs décisions d'investissement. La France a emboîté le pas en 2001 à cet amendement sur les fonds de pension adopté au Royaume Uni en 1999. Un autre exemple du soutien du gouvernement est la décision du gouvernement français de rendre obligatoire un reporting sur 40 indicateurs sociaux et environnementaux dans les sociétés cotées, et que celles-ci doivent publier en même temps que leurs comptes sociaux. Au contraire, aux Etats Unis, les défenseurs de l'ISR sont traditionnellement et encore aujourd'hui des acteurs de petite taille : particuliers et petites institutions et non pas comme en Europe des investisseurs institutionnels.

L'introduction de critères sociaux et d'environnement et de gouvernance a renforcé le rôle des fonds ISR et l'activisme actionnarial ou l'« engagement ». Cet activisme actionnarial a été favorisé par la loi LSF du 1^{er} août 2003 : il a été imposé aux sociétés de gestion d'user de leur droit de vote. Cependant, aux Etats-Unis, la loi est plus favorable car il suffit de détenir 2000 dollars pour déposer un projet de résolution. Les approches de l'activisme actionnarial restent cependant différentes en France et aux Etats-Unis. Aux Etats-Unis, la capacité des actionnaires à présenter des résolutions et à disposer de droits de vote conférés par la détention de titres leur octroie un grand pouvoir. En ce domaine, les class actions sont fréquentes. En France, en revanche, l'ISR ne leur permet pas d'exercer un tel pouvoir, malgré l'obligation faite aux entreprises de publier un rapport sur leur politique de responsabilité sociale et environnementale.

Le rôle des actionnaires a plus particulièrement tendance à se renforcer dans l'équilibre des pouvoirs au sein des sociétés vis-à-vis des dirigeants, dans le cadre des règles de « say on pay » en matière de rémunérations.

3) Le renforcement de la transparence en matière de rémunération des dirigeants :

Le rôle plus actif des actionnaires dans un domaine qui a trait directement au statut des dirigeants au sein de la société, répond en définitive à une double préoccupation, celle d'une

limitation du pouvoir des dirigeants par l'exercice d'un contre-pouvoir des actionnaires, telle qu'elle était conçue dans le modèle managérial, et celle d'un alignement des objectifs des dirigeants et des intérêts des actionnaires à travers la mise en place de systèmes incitatifs de rémunération, tel que le préconise le modèle actionnarial.

a) Une tendance commune au renforcement de la transparence en matière de rémunération des dirigeants.

La détermination de la rémunération des dirigeants sociaux relève de la liberté contractuelle. Pourtant, un certain nombre de raisons justifient un encadrement de rémunération des dirigeants des sociétés cotées. La raison principale est celle de protéger à la fois l'intérêt de la société et celui de ses actionnaires. En effet, le montant de la rémunération des dirigeants doit être proportionnée à leurs responsabilités et l'encadrement doit empêcher les abus qui conduiraient un dirigeant à fixer lui même sa propre rémunération.

La nécessité de transparence et de publicité en matière de rémunération des dirigeants est liée au développement du modèle de gouvernance actionnarial, fondé sur l'efficacité du marché boursier. En effet, le renforcement des obligations de transparence est un outil indispensable afin de rendre le marché efficace. Ainsi, les devoirs de publicité en matière de rémunération répondent à un besoin de fonctionnement correct du marché.

Le renforcement des obligations en matière d'information sur la rémunération des dirigeants dans les sociétés cotées est une tendance commune en France et aux Etats Unis. Celui-ci s'est enclenché en France et en Europe continentale sous l'impulsion des systèmes anglo-saxons. Cependant, il faut noter que l'évolution des règles de transparence en matière de rémunération des dirigeants a été sensiblement différente en France et aux Etats Unis. Le but recherché de l'élaboration de ces règles n'était pas le même. Aux Etats-Unis, ces règles avaient pour objet d'informer les actionnaires mais aussi de contrôler la fixation de la rémunération. Au contraire, en France et dans les systèmes juridiques d'Europe continentale les règles de transparence avaient au départ pour objectif, non pas de contrôler la fixation de la rémunération, mais d'informer les actionnaires sur la conformité de la rémunération versée au montant décidé par les organes. Le développement en France du modèle actionnarial fondé les marchés de capitaux a contribué à une adaptation et un rapprochement progressif au modèle américain de transparence. Cependant, il ne s'agit pas pour autant d'une assimilation du droit français au droit américain.

Dans cette perspective, il convient de comparer l'évolution de ces règles de transparence aux Etats-Unis où elles ont été élaborées à l'origine, puis en France où elles sont adaptées aux spécificités de la gouvernance d'entreprise.

a.1 L'évolution des règles de transparence aux Etats-Unis en matière de rémunération des dirigeants.

Aux Etats Unis les premières mesures de publicité des rémunérations des dirigeants remontent à 1939, à la suite d'un scandale : le ministère américain du trésor avait publié une liste d'administrateurs américains payés plus de 15 000\$ par an. A la suite de cette révélation, la SEC a exigé une communication de la rémunération des administrateurs.

Dans les années 1990, la SEC va renforcer et réformer ses règles dans le but à la fois d'explicitier les critères qui président à la décision sur le montant des rémunérations ainsi qu'au rapport entre le montant de la rémunération et les résultats de l'entreprise.⁶⁷

Les destinataires de l'information sur la rémunération des dirigeants, executive officers, sont les actionnaires. Celle-ci prend la forme de tableaux et se trouvent dans les proxy rules et les états financiers. Parmi ces tableaux, on trouve d'abord le *Summary Compensation Table*, document à vocation générale qui donne une vision globale de la rémunération. D'autres tableaux traitent plus particulièrement de certaines formes de rémunérations. C'est notamment le cas du *Grants of Plan-Based Awards Table*, qui ne concerne que les rémunérations en titres de capital ou d'option⁶⁸, ou encore de l'*Outstanding Equity Awards at fiscal Year-End Table* qui contient les informations sur les options et actions en circulation. Il faut ajouter à cette énumération le graphique de rendement, qui figure dans les états financiers, et qui concerne la détermination du montant des rémunérations. Ce dernier document permet de fixer les rémunérations du dirigeant à l'aune des performances de l'entreprise.

La première réforme importante de cette période date de 1992, avec pour objectif une information plus complète qualitativement et quantitativement.

⁶⁷ J. Choper, J.Jr. Coffee, R. Gilson, Cases and materials on corporations, New York 2000, p649

⁶⁸ ce tableau contient les informations relatives à la livraison d'actions, d'options et de primes de performance que l'on trouve dans le *Summary Compensation Table*.

En 2001, un nouveau tableau a été introduit. Celui-ci permet de séparer les programmes de rémunérations approuvés par les actionnaires et ceux qui ne l'étaient pas. Pour ces derniers, l'information devait être plus complète.⁶⁹

En 2006, une nouvelle réforme fait obligation d'ajouter un document donnant un aperçu de tous les éléments de rémunération⁷⁰ et un nouveau rapport du comité de rémunération doit figurer en annexe.

En 2010, le *Restoring American Financial Stability Act*, ou Dodd-Frank Act, a réformé en profondeur la réglementation en matière de rémunération des dirigeants. En premier lieu, les actionnaires sont autorisés à présenter au conseil d'administration des candidats, il s'agit du « proxy access system ». Ils peuvent nommer jusqu'à 25% des membres du conseil d'administration. En outre, par l'introduction du « say on pay », à l'article 951, les actionnaires sont en droit de se prononcer sur la rémunération des dirigeants. En effet, le Dodd-Frank Act a ajouté une section 14A à l'Exchange act. Le « say on pay » permet aux actionnaires de faire une résolution au moins une fois tous les trois ans sur la rémunération des cinq dirigeants (officers) les mieux payés.⁷¹ Ce droit d'expression prend la forme de deux votes. Le premier est un vote non contraignant, ayant lieu au moins une fois tous les trois ans et qui avait déjà été mis en place dès 2009 pour les entreprises bénéficiaires du programme TARP⁷². Le second vote (intervenant au moins une fois tous les six ans) a pour but de fixer la fréquence à laquelle les actionnaires doivent approuver la rémunération des dirigeants. Les sociétés doivent publier les résultats du vote dans un rapport qui prend la forme 8-K⁷³. Le Conference Report Summary a précisé que ces dispositions donneraient « aux actionnaires le pouvoir de demander des comptes aux dirigeants de la société dont ils sont les propriétaires et la possibilité traduire la suite and a chance to disapprove where they see the kind of misguided incentive schemes that threatened individual companies and in turn the broader economy ».⁷⁴ Le Dodd-Frank Act impose, lors du vote, la communication du sens du vote des investisseurs institutionnels.

En outre, les sociétés doivent informer sur les effets de l'action des actionnaires sur les pratiques en matière de rémunération. Elles doivent dévoiler en quoi le résultat du vote « a été pris en compte dans la détermination de la politique de rémunération et si cela a bien été le

⁶⁹ Formulaire 10K

⁷⁰ ce document est appelé le *Compensation Discussion and Analysis*

⁷¹ Exchange Act 63768 (Apr.4, 2011) (« issuers will be required, not less frequently than once every three years, to provide a separate shareholder advisory vote in proxy statements to approve the compensation of their named executive officers »).

⁷² supra p.5

⁷³ Exchange Act Release No. 63768 n.100 (Apr, 2011) (« we are adopting amendments to require additional disclosure on Form 8-K regarding the company's determination of the frequency of the say-on-pay votes »).

⁷⁴ Brief summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

cas, comment cette prise en compte la politique de rémunération et les décisions de l'émetteur ». ⁷⁵

La Section 14 A du Dodd-Frank Act concerne aussi les parachutes dorés. Cette information doit se faire sous forme de tableaux.

a.2 L'évolution des règles de transparence en matière de rémunération des dirigeants en France.

En France, des obligations de transparence pèsent sur les dirigeants en ce qui concerne leur rémunération.

Certaines dispositions en la matière existaient déjà avant la loi NRE de 2001. Il était exigé que le montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées soient communiqué (le nombre de ces personnes variant de dix à cinq selon que les effectif de l'entreprise excèdent ou non deux cents salariés). Cette disposition est codifiée à l'article L.225-115, 4°, du Code de commerce. Cependant cette disposition était jugée insuffisante en comparaison aux mesures prises dans d'autres pays, et notamment aux Etats-Unis.

Le rapport Viénot II est donc allé plus loin et donc admis le principe de publicité de la rémunération des dirigeants, consacré peu de temps après par la loi NRE. La loi NRE de 2001 dispose, en effet, que le rapport annuel du conseil d'administration ou du directoire, doit rendre compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social. ⁷⁶ Ce rapport doit indiquer le montant de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées. ⁷⁷

Cette obligation d'information a été étendu avec la loi dite de « sécurité financière » du 1^{er} août 2003 au cas d'une société « contrôlante » débitrice. Les obligations d'informations en matière de rémunération des dirigeants sont donc imposées à l'échelle du groupe.

Outre ces informations d'ordre général, l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 a ajouté une obligation d'information concernant des formes spécifiques de gratifications et avantages.

⁷⁵ Exchange Act Release No 63768 (jan, 25, 2011)

⁷⁶ C. com, Art L.225-102-1.

⁷⁷ La loi de 2003 sur la sécurité financière a ajouté étendu l'application de cette disposition aux rémunérations reçues de la part de la société contrôlant celle dans laquelle les dirigeants exercent leur mandat.

Ainsi, l'ordonnance du 24 juin 2004 dispose le rapport de gestion portant sur la rémunération doit recouvrir l'attribution de titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances de la société détenant directement ou indirectement plus de la moitié du capital de l'émettrice.⁷⁸

En ce qui concerne les options de souscription ou d'achat d'actions, l'article L225-184 du Code de commerce dispose que toutes les phases du plan doivent faire l'objet d'une information. Leur publicité se fait dans le cadre du rapport spécial du conseil d'administration destiné à l'assemblée générale des actionnaires.⁷⁹ L'exigence de transparence a été reprise dans la loi du 31 décembre 2004 s'agissant du rapport spécial relatif aux attributions gratuites d'actions.⁸⁰

La loi du 26 juillet 2005 ajoute une dimension qualitative en disposant à l'article L.225-102-1 du Code de commerce que le rapport de gestion « décrit en les distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établi ».

En ce qui concerne les indemnités de départ et autres types d'avantages post-fonctions, l'article L225-102-1 précise que le rapport de gestion « indique également les engagements de toutes natures, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci. L'information donnée à ce titre doit préciser les modalités de détermination de ces engagements. Hormis le cas de bonne foi, les versements effectués et les engagements pris en méconnaissance des dispositions du présent alinéa peuvent être annulés ». Les commissaires aux comptes doivent attester de la sincérité de ces informations.

Le législateur est intervenu avec la loi « TEPA » du 21 août 2007 pour apporter plus de rigueur notamment en ce qui concerne la pratique des « parachutes dorés ». En terme de transparence, l'octroi d'un tel avantage est désormais soumis à la procédure des conventions régelementées⁸¹ et le conseil doit rendre publiques les conditions de performance conditionnant le versement des gratifications de départ et le constat de leur accomplissement au moment de leur versement.

⁷⁸ Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 (art.51, II-2°)

⁷⁹ C. com., art.L.225-177 sq.

⁸⁰ art L.225-197-4 c.com

⁸¹ L. 225-42-1 du Code de commerce

Enfin, la loi du 3 juillet 2008, qui introduit le principe du « Comply or Explain », concerne notamment les recommandations de gouvernance en matière de rémunérations.

Publié en 2010, le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées recommande qu' « une information très complète soit donnée aux actionnaires afin que ces derniers aient une vision claire, non seulement de la rémunération individuelle versée aux dirigeants mandataires sociaux mais aussi de la politique de détermination des rémunérations qui est appliquée ».

Grâce à ces mesures des années 2000, la publicité des rémunérations qui était pratiquement inexistante concerne aujourd'hui la majorité des dirigeants. Le rapport s'est, en effet, inversé. En l'an 2000, seul six dirigeants avaient fait part de leur rémunération. A peine deux ans plus tard, 95% des dirigeants publiaient leur rémunération.⁸²Cependant, s'il existe un consensus au sujet de la transparence de la rémunération des dirigeants dans les sociétés cotées, un accord tacite inverse prévaut dans les sociétés non cotées : l'opacité de la rémunération des dirigeants.⁸³

b) Une nouvelle étape vers la convergence des modèles : l'arrivée du « say on pay » en France.

A l'instar du Royaume-Uni⁸⁴, des Pays-Bas⁸⁵ et des Etats-Unis⁸⁶, la France a instauré la procédure du « say on pay », non par le biais d'une réforme législative mais par son introduction dans le code Afep-Medef : l'Afep (association française des entreprises privées) et le Medef ont révisé le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées en juin 2013. En effet, cette révision a conduit à l'introduction de la « procédure de consultation sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux », le « say on pay ». L'introduction de cette procédure a été vivement souhaitée par la Commission européenne dans le plan d'action « droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise », ainsi que par l'AMF qui l'a exprimé dans ses différents rapports.

Ainsi, en 2014, le Conseil d'administration des entreprises adhérentes à l'Afep ou au Medef (c'est à dire la quasi-totalité des entreprises du CAC 40) doit présenter à l'assemblée

⁸² rapport Korn Ferry.

⁸³ B. Dondero, *Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des sociétés anonymes non cotées*, LPA, 27 avril 2004.

⁸⁴ Le Royaume Uni a introduit le « say on pay » en 2001

⁸⁵ Les Pays-Bas ont introduit le « say on pay » en 2004

⁸⁶ Les Etats Unis ont introduit le « say on pay » en 2011.

générale annuelle la rémunération versée l'année précédente aux dirigeants. Lors de l'assemblée générale, les actionnaires donnent leur avis par un vote consultatif sur le montant de la rémunération versée.

Cependant, l'impact d'une telle réforme sur le rôle de contrôle des dirigeants joué par les actionnaires, reste limité. En effet, le vote se fait a posteriori⁸⁷ : l'assemblée générale ne peut donner son avis que sur des rémunérations déjà décidées par le conseil, c'est à dire après l'exercice. En outre, le but de cette réforme n'est pas de limiter le montant des rémunérations des dirigeants. La vérification doit porter sur trois points : la conformité de la rémunération par rapport au code Afep-Medef, le niveau de compatibilité avec l'ensemble du marché et vérifier que le montant de la rémunération « soit cohérente vis à vis de la performance de l'entreprise ».⁸⁸ Enfin, elle a nécessairement un impact limité dans la mesure où la procédure n'est pas impérative pour les sociétés : aucune sanction n'est prévue en cas de non application. En effet, les sociétés ne sont pas dans l'obligation de se référer au Code Afep-Medef et dans le cas où elles s'y réfèrent elles peuvent choisir de ne pas appliquer cette disposition en se justifiant en conformité avec le principe du « *comply or explain* ».

En cas de vote négatif, le conseil d'administration devra délibérer, sur avis du comité de rémunération. Il devra publier sa décision, par la suite, sur le site internet de la société.

Ainsi, une procédure plus efficace et qui donnerait plus de pouvoir à l'assemblée générale serait un vote obligatoire *ex ante* (en début d'exercice).

La Commission européenne souhaiterait harmoniser le système au niveau européen, en s'inspirant du modèle britannique : un vote consultatif après la décision du conseil d'administration sur la rémunération, mais avec un vote contraignant sur tout changement de rémunération.

La recherche de la transparence conduit à la mise de place règles de corporate governance ou de gouvernement d'entreprise de plus en plus exigeantes, tant sur l'information financière, que sur celle relative à d'autres domaines tel l'environnement, ou directement sur le statut des dirigeants à travers leurs systèmes de rémunération. Cependant, il convient de se demander si, tels Sysphe, les régulateurs aux Etats-Unis et en France, ne sont pas confrontés à de nouveaux défis d'information qui remettent toujours en cause l'efficacité des mesures et des codes de transparence.

⁸⁷ A la différence des Pays-Bas, où le vote a lieu avant tout changement de rémunération.

⁸⁸ Bruno Fourage

Chapitre III Les nouveaux défis de l'information des actionnaires dans les sociétés cotées.

En définitive, le renforcement des règles de transparence, aux Etats-Unis et en France, a été principalement une réaction en réponse à des crises successives, remettant à chaque fois en cause l'efficacité des mesures précédentes, dont les failles étaient mises en lumière par chaque nouvelle crise.

Il convient par conséquent de mettre en perspective et s'interroger sur l'objectif même de transparence. La transparence est-elle souhaitable au regard de ses limites imposées par le fonctionnement des marchés ? La transparence est-elle possible au regard de l'absence de normes unifiées au niveau international en termes d'information financière ? La transparence est-elle efficace pour l'exercice réel du droit des actionnaires au regard des difficultés de traitement d'un flux d'information continu rendu possible par les nouvelles technologies ?

I Les limites de la transparence

Alors que la transparence apparaît toujours affichée publiquement comme un objectif louable, la nécessité d'une confidentialité dans la vie des affaires et le respect de la vie privée conduisent à s'interroger sur ces exigences contradictoires sur le plan du droit et sur leur hiérarchisation.

1) Les limites à une transparence absolue en matière d'information financière.

Il existe des limites d'ordre réglementaire dans la mesure où l'obligation de donner le plus tôt possible aux acteurs du marché une information exhaustive connaît des exceptions ainsi que des limites pratiques à une telle transparence.

L'émetteur peut ne pas communiquer une information qui devrait être portée à la connaissance du public et donc des actionnaires. En effet, l'article 222-3 du Règlement général de l'AMF dispose que « *l'émetteur peut, sous sa propre responsabilité différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière* ». Cet

article, qui constitue une exception à la transparence de l'information permanente, autorise de limiter la transparence si cela est justifié par un intérêt légitime et que l'information reste confidentielle.

Une exception est aussi prévue à la transparence de l'information occasionnelle. L'article 212-18 du Règlement général de l'AMF dispose que « *Certaines informations peuvent, sous le contrôle de l'AMF, ne pas être insérées dans le prospectus dans les cas suivants : 1°) la divulgation de ces informations est contraire à l'intérêt public ;2°) la divulgation de ces informations peut entraîner un préjudice grave pour l'émetteur, alors que l'absence de publication de celle-ci n'est pas de nature à induire le public en erreur ;3°) Ces informations n'ont qu'une importance mineure, au regard de l'opération envisagée, et elles ne sont pas de nature à influencer l'évaluation de la situation financière et des perspectives de l'émetteur (...)* ». La transparence peut être limitée lorsqu'elle cause « un préjudice grave ». Cette règle consiste non pas à retarder la communication de l'information mais à la tenir secrète. L'intérêt de l'entreprise justifie donc les exceptions posées au principe de transparence absolue.

Le secret et la confidentialité sont aussi justifiés par l'intérêt de l'entreprise. Il existe un conflit entre les exigences de transparence requise par le marché et la nécessité pour l'entreprise de conserver une certaine confidentialité afin de mener à bien une opération. La confidentialité permet à une entreprise de préserver un avantage concurrentiel. Le secret est donc indispensable au succès d'une entreprise. C'est le cas en droit des entreprises en difficulté pour le mandataire ad hoc et la conciliation qui nécessitent la confidentialité.

La réussite de certaines opérations financières ou commerciales peut reposer sur la conservation du secret sur un produit par exemple, s'il s'agit du lancement d'un nouveau produit.

En outre, dans bien des cas, l'information n'a de valeur que pour autant qu'elle n'est pas partagée, ce qui en fait un produit à part. C'est la raison pour laquelle, le droit au respect du secret d'affaires ou le devoir de discrétion des mandataires sociaux tient une place importante dans la vie des affaires.

Il est à cet égard significatif de noter qu'aux Etats-Unis, les dispositions du *JOBS Act*, destiné à favoriser la levée de capitaux par des start-ups (ou *Emerging Growth Companies* dont le revenu est inférieur à 1Mrd de dollars, une taille d'entreprise pouvant être considérée comme déjà importante s'agissant de start-ups), prévoit non seulement un allègement des obligations d'information mais le droit à une confidentialité pour la société sur ses données financières de

la société jusqu'à un délai très proche de son introduction en bourse (*IPO : Initial Public Offering*).

Ainsi, la société de « microblogging », Twitter, a mis à profit les possibilités du JOBS Act en termes de confidentialité pour son IPO en novembre 2013.

Du point de vue de la transparence vis-à-vis du public et des actionnaires, la comparaison entre la réussite de Twitter pour son introduction en bourse et l'échec relatif de Facebook est révélatrice.

Ainsi Twitter a indiqué qu'elle n'optait pas pour la disposition SOX sur l'audit des contrôles internes comme le lui permettait le JOBS Act tout en se réservant la possibilité de s'imposer les mêmes règles comptables que les sociétés cotées suivant cette règle.

Une clause de « lock-up » prévoyant l'impossibilité pour les dirigeants de vendre leur titres dans un délai de 180 jours a rassuré les marchés, contrairement à Facebook, dont les dirigeants ont déclaré pendant *l'IPO*, céder plus de titres que prévus initialement, ce qui a provoqué une inquiétude sur la valorisation des titres.

Twitter n'a pas augmenté la taille de l'opération, même si elle a retenu un prix d'introduction au dessus de la fourchette initiale. A contrario, Facebook a augmenté à la fois la taille de l'offre et le prix prévu au cours de l'opération, ce qui s'est traduit par un volume de titres qui ne trouvait pas preneur le premier jour de cotation. Facebook n'a par conséquent pas fait preuve de transparence sur les conditions de l'opération vis-à-vis du marché, notamment des investisseurs financiers qui s'étaient engagés initialement à acquérir des titres.

Twitter a déposé un projet confidentiel auprès de la SEC comme le prévoit le JOBS Act (« *confidential draft filing of the registration statement* ») lui permettant d'une part de connaître la position de la SEC, afin d'éviter des critiques publiques, comme cela avait été le cas des critiques de la SEC à propos des pratiques de comptabilité créative (« *creative accounting* ») de Groupon, et surtout de ne pas être dans l'obligation de publier les informations financières sur la société jusqu'à 21 jours avant la date de mise des titres sur le marché. Facebook, comme Google, avaient diffusé ces informations trois mois et demi avant leur introduction en bourse, ce qui avait permis aux analystes de mettre en lumière des faiblesses en termes de rentabilité de ces sociétés, eu égard à la valorisation souhaitée par les dirigeants et actionnaires-fondateurs.

Dans le cas de Twitter, la diffusion tardive des données financières, si elle a permis de ne pas porter atteinte à la valorisation des actions, malgré la révélation de pertes importantes en 2012, s'aggravant sur les neuf premiers mois de 2013 et une faiblesse du chiffre d'affaires international, va totalement à l'encontre de l'objectif de transparence. En effet, les actionnaires,

s'ils disposent des informations, n'ont que peu de temps pour les analyser et prendre une position éclairée.

De ce point de vue, les dispositions du JOBS Act servent plutôt les intérêts des sociétés qui veulent faire appel public à l'épargne que ceux des actionnaires potentiels, et de leur information, malgré les objectifs affichés par la SEC d'une plus grande transparence, dont on peut ici constater les limites.

En France, outre les limites contenues dans le règlement général de l'AMF, il existe également des limites pratiques.

En effet, la transparence absolue est inatteignable. Ni la transparence passive ni la transparence active ne sont possibles. La transparence passive complète ne peut être atteinte car elle ne peut résulter d'une perception directe par les investisseurs de tous les aspects de la société. La transparence active complète est elle aussi hors d'atteinte. En effet, donner toutes les informations portant sur la société au marché des investisseurs représenterait une masse très importante. Une telle diffusion, quand bien même envisageable serait contre-productive dans la mesure où les destinataires doivent être en mesure de la traiter. L'efficacité de la diffusion de l'information réside ainsi dans son caractère limité.

La diffusion de ces informations représente par ailleurs un coût très important. Ainsi, afin de se conformer aux exigences de la loi Sarbanes-Oxley en matière de contrôle de gestion et d'audit interne, les sociétés cotées aux Etats-Unis ont dû subir de lourdes charges. Une étude du cabinet d'avocats américain *Foley & Lardner* publiée en mai 2004 a démontré le coût de cette transparence : les frais engendrés par le respect des standards requis pour obtenir une cotation en bourse ont explosé de 130% depuis l'été 2002. Mais c'est plus particulièrement la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley qui a été fustigée. Cette section fait obligation aux sociétés de faire valider leurs contrôles internes par un cabinet d'audit extérieur.

Certaines sociétés, face une telle charge supplémentaire, ont préféré se retirer de la cote. Ce débat sur les coûts supplémentaires engendrés par l'application de la loi « SOX » a cristallisé une opposition entre le NYSE et NASDAQ : le premier critiquant l'augmentation des coûts et le second défendant la loi.⁸⁹

La loi Sarbanes-Oxley a suscité une forte opposition enfin chez les avocats américains en raison de la Section 307 de la loi – *Rules of Professional responsibility for attorneys* : cette

⁸⁹ La polémique s'enfle autour de la loi Sarbanes-Oxley : la Tribune, 2 juin 2004. P.29.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

section leur faisait obligation de briser la règle de confidentialité s'ils avaient connaissance de faits de nature à faire l'objet d'une dénonciation auprès de la SEC.

2) Les limites de la transparence de la rémunération des dirigeants : le respect de la vie privée

La Cour européenne des droits de l'homme considère que la question des rémunérations relève du droit au secret. Pourtant, à l'heure où la transparence est sacralisée, on pourrait voir dans un excès de transparence, une atteinte à un droit fondamental de la personne.

La Cour de cassation a rappelé à plusieurs reprises le principe du respect de la vie privée. Les dirigeants de société devraient en bénéficier. Cependant, on justifie l'atteinte faite à la vie privée d'un individu et notamment ses revenus, par le caractère public de cette personne. Ainsi, dans l'affaire *Fressoz et Roire c/France*, la Cour européenne des droits de l'homme a considéré que les questions patrimoniales, d'une personne publique telle qu'un dirigeant de grande entreprise, ne relève pas de la vie privée.

La notion de « vie privée » est protégée aux articles 9 du Code civil et 8 de la convention EDH. On peut en donner la définition suivante : « ensemble des informations personnelles sur des aspects aussi variés que l'intimité physique ou morale, les éléments relatifs à l'identité des personnes ou encore la composition du patrimoine ». Le patrimoine et donc la rémunération relève donc de la vie privée. Cependant, le caractère public d'une personne est une hypothèse qui justifie une exception au principe.

La divulgation de ces éléments est une ingérence dans le respect de l'article 8 de la Convention EDH. Pour être licite, cette ingérence doit être prévue par la loi nationale, nécessaire dans une société démocratique, et poursuivre un but légitime.

Le premier critère est rempli dans la mesure où la divulgation de ces éléments de rémunération est régie par une disposition d'ordre public alors que l'exigence de transparence est d'origine légale. Le second critère est lui aussi bien rempli puisque le but poursuivi est de moraliser le monde des affaires. Enfin, la proportionnalité de la diffusion pourrait poser problème. En effet, l'essor d'internet a modifié le spectre de diffusion de l'information qui se fait en temps réel et qui dépasse le cercle des actionnaires.

Un autre droit fondamental sert de levier à la transparence en matière de rémunération des dirigeants : le droit d'informer. En effet, ce droit garanti à l'article 10 de la convention EDH comprend « la liberté d'opinion et la liberté de recevoir ou de communiquer des informations

ou des idées sans qu'il puisse y avoir ingérence d'autorités publiques et sans considération de frontière ».

Il existe donc un conflit entre le droit au respect de la vie privée et la liberté d'informer. Il faut donc trouver le bon équilibre entre droit protégeant un intérêt général et un droit protégeant un droit particulier. Ainsi, pour poser une limite au droit d'informer la Cour européenne⁹⁰ et la Cour de cassation ont recours au critère du « caractère légitime » ou non de l'information⁹¹.

Le droit au respect de la vie privée ne peut servir de fondement à la contestation par un dirigeant de la transparence de ses rémunérations. Ce droit ne constitue donc pas une limite à la divulgation de la rémunération des dirigeants.

Les exigences de transparence prévalent donc sur la propriété de la personne ses les données objectives personnelles et patrimoniale. Or selon P. Catala dans « Ebauche d'une théorie juridique de l'information », il existe « un droit primordial de la personne sur les données qui la concerne ». Ce dernier se traduit par notamment un droit d'accès aux fichiers et une absence de droit des tiers à cette information protégée. Il existe cependant des exceptions à ce principe, notamment légales (recensement de la population...). Ce principe de propriété des informations sur soi est fondé sur le droit au respect de la vie privé dont relève « tout ce qui a trait au patrimoine »⁹². En ce qui concerne les sociétés cotées, le principe est inversé. Elles sont « publiques », selon leur désignation anglaise, et à ce titre sont par principe transparentes et peuvent par exception, comme cela été précisé précédemment, conserver secrètement pendant un certain temps certaines informations.⁹³

Au delà de la hiérarchisation entre les objectifs en termes de transparence d'une part, et ceux du droit à une forme de non-divulgation d'informations, soit dans l'intérêt des sociétés, en tant que personnes morales, soit des dirigeants en tant que personne privée d'autre part, les divergences entre les normes comptables et financières peuvent constituer un obstacle majeur à la possibilité d'obtenir des données comparables entre sociétés, activités et régions. A ce titre, la convergence et l'uniformisation de ces normes constituent un enjeu essentiel pour rendre possible une réelle transparence dans l'information des actionnaires.

⁹⁰ CEDH, 24 juin 2004, aff.59320/00, Von Hannover c/Allemagne.

⁹¹ V. M. Dupuis « le droit à l'image face au droit d'informer, un effort de simplification », RLDC 2004/11, n°459.

⁹² M. Germain « Transparence et information »

⁹³ cf infra a. les limites de la transparence absolue en matière financière.

II L'amélioration des systèmes d'information financière

Les états financiers des sociétés cotées sont élaborés sur la base de référentiels propres à chaque pays ou chaque région du monde et répondent aux exigences régulateurs des marchés. Or les différences de normes rendent difficiles la lecture de ces informations et sur ce plan, une opposition se fait jour entre les Etats-Unis et la France, à travers le rôle des normalisateurs comptables internationaux. En outre, les régulateurs doivent également s'interroger sur l'efficacité des exigences de reporting qu'ils ont mises en place et leur nécessaire évolution.

1) La recherche d'une convergence des normes comptables internationales

La nécessité d'un langage comptable commun sur le plan international apparaît comme une condition *sine qua non* d'une information fiable et pertinente des investisseurs, des analystes financiers et du public, pour permettre notamment la comparabilité des états financiers des sociétés cotées au niveau mondial, quelles que soient les règles locales dans chaque pays.

Alors que cet enjeu est essentiel pour la transparence de l'information financière, la convergence se heurte à des obstacles et fait l'objet de critiques tant en France qu'aux Etats-Unis et tarde à se mettre en place.

Le projet de mettre en place un référentiel unique de normes comptables a été à l'origine de la création de l'IASC en 1973, devenu l'IASB en 2001, dont les normes (IFRS) ont été adoptées par l'Union Européenne en 2002, applicables en 2005 pour les comptes consolidés de sociétés cotées en Europe. Elles ont vocation de permettre une comparabilité mondiale des comptes de sociétés multi-pays et sont le référentiel applicable dans plus de 100 pays dans le monde.

Pour atteindre l'objectif à terme de la création d'un jeu de normes comptables uniques, des projets de convergence comptable ont été menés par le normalisateur américain (FASB) et le normalisateur international (l'IASB), qui ont conduit les deux institutions à travailler depuis 2006 à rapprocher leurs standards sur les instruments financiers, les contrats de location, le chiffre d'affaires et l'assurance. Or faire converger les vues des deux normalisateurs s'est révélé très complexe et on semble s'éloigner de cet objectif, compte tenu de la récente position de la SEC.

En effet, les Etats-Unis semblent de plus en plus réticents à adopter les normes comptables internationales, IFRS. Dans une ébauche de son plan stratégique 2014-2018, le régulateur américain, la Securities and Exchange Commission, (SEC) n'évoque plus l'adoption d'un jeu unique de normes au niveau mondial que comme une lointaine hypothèse. Il s'agit pourtant de l'un des objectifs fixés par le G20.

Dans ce projet, la SEC indique : «L'agence travaillera à promouvoir une meilleure présentation de l'information financière au niveau mondial et étudiera, entre autres options, dans quelle mesure l'adoption d'un jeu unique de normes comptables de grande qualité est effectivement faisable».

La fin de ces travaux ayant déjà été reportée à plusieurs reprises, les responsables de l'IASB, le normalisateur international, ont fait savoir que ce type de projet bilatéral ne serait pas relancé même si les chefs d'Etats et de gouvernement du G20 en septembre dernier ont encore appelé les deux grands normalisateurs comptables à terminer leurs travaux sur la convergence au plus vite et à aboutir à un jeu unique de normes comptables à l'international. Les IFRS sont déjà adoptées dans une centaine de pays.

La réticence de la SEC avait déjà été exprimée en 2012, avec la publication d'un rapport qui soulignait qu'au sein de la communauté financière outre-Atlantique, les normes US Gaap étaient considérées comme étant de meilleure qualité et que la mise à jour des normes IFRS était très lente. Des enjeux de souveraineté ne sont probablement pas étrangers à ce retour en arrière des autorités américaines à ce sujet, craignant l'influence dominante de l'Europe dans l'élaboration des normes IFRS. Paradoxalement, des critiques se font jour en Europe pour contester la « sur-représentation » des Etats-Unis dans l'IASB, relativement à leur contribution financière.

Ces dernières années le passage aux normes internationales de comptabilité dites IFRS, *international Financial reporting standards* proposé par l'IASB, *International Accounting Standards Board* a modifié l'orientation du droit comptable : d'un système fondé sur des *règles* juridiques, on est passé à des *principes* dont le contenu est d'inspiration financière, principes qui ont pour objet de servir les intérêts des investisseurs. Dénommées jusqu'en 2001 normes IAS (*international accounting standards*), l'introduction des normes IFRS ont pour origine un règlement du 19 juillet 2002 du parlement européen et du conseil qui avait pour objectif une convergence des normes comptables sur un plan mondial. Avant l'introduction de ces normes internationales de comptabilité, le droit comptable était constitué de normes de méthodes. L'information comptable était indissociable du droit de propriété car le but recherché était de refléter en chiffres le patrimoine juridique de la société. Ce changement

de référentiel a été justifié par la recherche de la transparence ainsi que par l'objectif de comparabilité des états financiers. L'information comptable doit donc désormais refléter une réalité économique et financière plutôt que juridique : le principe « substance over form » (la réalité économique plutôt que la forme juridique) en est l'illustration même.

Or les crises financières de 2008 et les suivantes ont remis en cause l'efficacité des normes comptables comme outils de transparence tant aux Etats-Unis qu'en Europe et en France. Ainsi il a été reproché aux normes IFRS de favoriser une opacité à la fois institutionnelle et technique.

Sur le plan institutionnel, l'IASB est en charge de la normalisation comptable. Elle a pour mission de soumettre aux Etats des propositions en matière d'adhésion à des normes comptables et financières. Or le caractère privé de cette entité pose un problème de partialité et de conflits d'intérêts potentiels. Mais c'est surtout lors de la crise des subprimes que sa légitimité a été durement entamée. Les principales critiques qui lui étaient adressées portaient sur son manque de transparence et de légitimité. Pourtant dans son cadre conceptuel, son objectif semblait être celui de servir l'intérêt public et non pas des intérêts privés ou particulier : « le but de l'IASB est de développer, dans l'intérêt public, un ensemble unique de normes comptables de haute qualité, compréhensibles et applicables, réclamant une information transparente et comparable dans les états financiers généraux. L'IASB coopère avec les normalisateurs comptables nationaux pour parvenir à une convergence mondiale des normes comptables »⁹⁴. Or les différents rapports faisant suite à la crise financière des subprimes et qui analysent les causes de cette dernière mettent avant une confiscation des pouvoirs comptables au profit d'une entité privée, l'IASB, et au détriment des Etats européens qui ont abandonné « leur pouvoir de normalisation à un organisme international privé (...) sur lequel ils n'ont aucun contrôle »⁹⁵

La seconde critique adressée aux normes IFRS porte sur leur opacité technique et plus particulièrement la méthode d'évaluation dite « fair value » ou la juste valeur. La juste valeur correspond au montant pour lequel un actif pourra être échangé ou un passif éteint dans des conditions de concurrence normale. Elle met fin à la comptabilité « traditionnelle » qui consiste à enregistrer l'acquisition d'un bien à sa valeur historique sauf au moment de la cession de ce bien, où l'on constate comptablement la plus ou moins-value effectivement réalisée lors de la cession, et non à enregistrer une perte « potentielle ». Le concept de « juste valeur » fait

⁹⁴ Conceptual Framework, IASB, July 2005

⁹⁵ « les enjeux des nouvelles normes comptables », Rapport d'information du 10 mars 2009, n°1508, p.7

prévaloir la réalité économique sur la réalité comptable selon les normes, ce qui est favorable aux investisseurs potentiels et aux actionnaires, car elle conduit à réduire l'écart entre la valeur comptable de l'entreprise et sa valeur boursière en valorisant les actifs comptables sur la base d'une valeur de marché ou juste valeur.

Or, la « juste valeur » a fait l'objet de critiques car « le passage aux normes comptables IFRS expose désormais les sociétés à une très forte volatilité aussi bien de leur compte de résultat que de leur compte de bilan ». ⁹⁶ En effet, la variation des actifs financiers sur la base de la juste valeur suit les fluctuations du marché et peut connaître de fortes variations à court terme, qui rendraient difficilement lisibles les variations des comptes des entreprises d'une année sur l'autre.

Le caractère volatile de l'évaluation à la juste valeur attire des actionnaires privilégiés, des investisseurs professionnels, peu intéressés dans la pérennité de l'entreprise. Ceux-ci ont une vision court termiste, et préfèrent effectuer des transactions boursières plutôt que recevoir des dividendes. Leurs intérêts s'opposent à ceux des parties prenantes qui ont intérêt à la pérennité de l'entreprise.

Enfin la juste valeur n'est pas équivalente à la valeur de marché. La valeur de marché n'est retenue que si le marché est actif. Si les informations permettant de déterminer si un marché est actif, ne sont pas disponibles, on a recours à la valeur issue de modèles d'évaluation. Or la question se pose de savoir quel organe est légitime pour dire si un marché est actif et si les modèles d'évaluation sont cohérents.

Il faut cependant relativiser les conséquences de l'introduction de ces normes et de la méthode de la juste valeur sur les comptes des entreprises. Selon Nicolas Veron, la juste valeur est « un mauvais bouc émissaire » pour la crise⁹⁷. Sans doute, les critiques portant sur la responsabilité de la méthode de la « juste valeur » dans la crise sont-elles en réalité adressées au modèle de gouvernance en général.⁹⁸

Pour remédier aux risques de propagation des crises, du fait de l'application des normes IFRS, un rapport commun de l'AFEP et du MEDEF de juillet 2013, propose de renforcer le rôle de l'Europe, principal utilisateur des normes IFRS, au centre de leur processus d'élaboration.

⁹⁶ Sylvain de Boissieu et Yann Morell y Alcover, « les banques en pertes de valeur », Investir, 9 février 2008, page 30

⁹⁷ Nicolas Véron, « la juste valeur est un mauvais bouc émissaire pour cette crise », 2008

⁹⁸ S. Lefrancq, « Juste valeur ou valeur injuste : le débat sur l'évaluation des instruments de marché », Revue française de comptabilité, 2009, n°424, p.28.

Ce rapport constate malgré les progrès réalisés depuis 2005, dans la qualité de l'information financière en Europe, qu'au delà « des effets d'une application inadaptée de la valeur de marché et d'autres concepts clés des IFRS, qui ont amplifié certains aspects de la crise, des critiques plus générales de ces normes émergent, tant au sein des entreprises européennes que d'un certain nombre d'investisseurs, notamment de long terme, concernant en particulier les nouveaux projets de normes. Beaucoup d'entreprises estiment en effet que les normes IFRS ne leur permettent pas, à certains égards, de rendre compte correctement de la réalité économique de leurs activités et de leur performance et ne peuvent donc être utilisées pour piloter leurs opérations. Or il y a un grand danger à ce que le langage utilisé pour la communication externe diffère fortement de celui utilisé pour gérer l'entreprise : il peut en modifier le comportement et changer la nature de ses activités. A défaut, elle conduit les entreprises à communiquer sur des indicateurs corrigés, ce qui est finalement préjudiciable à la comparabilité, et pour le moins paradoxal. »

Les propositions du rapport portent sur une réforme du cadre conceptuel des IFRS pour que les normes produites répondent mieux aux besoins de l'économie européenne, la réforme de la structure et de la gouvernance du dispositif européen d'adoption des normes comptables (avec un renforcement de l'EFRAG, l'organisme technique qui aujourd'hui conseille la Commission européennes sur les normes comptables), la révision du règlement européen pour doter l'UE de la possibilité de modifier une norme si elle le juge nécessaire.

Ce rapport rejoint des réflexions précédentes sur la révision du système comptable international face aux crises. Dans le rapport « Normes comptables et crise financière, Propositions pour une réforme du système de régulation comptable », la nécessité d'un débat démocratique et la reprise en main par le législateur de la comptabilité sont mis en avant. Un organisme interviendrait en sus de l'IASB en cas de non respect de la recherche de l'intérêt public : l'EASB (*European Accounting Standards Board*). Cette instance disposerait de pouvoirs élargis et aurait un pouvoir effectif d'amendement et de proposition de nouvelles normes. Les auteurs de ce rapport suggèrent aussi de créer une instance de validation des projets de création de produits structurés, sur le modèle de la Food and Drug Administration aux Etats Unis. Cette structure aurait pour rôle de valider les modalités de valorisation comptable et son contrôle par les commissaires aux comptes avant leur mise sur le marché.

L'écart entre valeur comptable et valeur boursière est particulièrement important comme l'ont constaté les régulateurs français et européens. Ainsi, selon l'AMF :

« Près de la moitié des sociétés du CAC 40 affichaient une capitalisation boursière inférieure aux capitaux propres fin 2011, contre seulement un tiers fin 2010, indiquant «qu'une dépréciation peut être nécessaire et doit donc conduire à la mise en oeuvre d'un test de dépréciation».

De même, l'autorité européenne de régulation des marchés financiers (ESMA) constatait en 2012 une insuffisance d'information sur les dépréciations de survaleurs. Sur un échantillon de 235 entreprises européennes (23 pays), l'autorité a comptabilisé 795 milliards d'euros de survaleurs à fin 2011, dont seulement 5% ont été dépréciés. Ces «impairments» (ou tests de dépréciation) sont imputables pour près de la moitié aux seuls services financiers et pour près d'un quart aux télécoms. Mais, ce niveau de perte de valeur reflète-t-il «de manière appropriée» le difficile environnement économique s'interroge l'Esma, constatant que les tests utilisés sont généralement standards et non spécifiques à l'entreprise. «Dans de nombreux cas, l'utilisateur des états financiers n'est pas en mesure d'évaluer la fiabilité des hypothèses utilisées, ce qui est l'objectif principal de ces informations», poursuit l'ESMA.

Enfin, une critique des normes IFRS formulée par l'EFRAG et plusieurs normalisateurs nationaux, dont la France, dans un récent rapport porte sur une complexité inutile introduite par l'application de ces normes dans les états financiers et propose une amélioration du cadre conceptuel (cadre décrivant les objectifs et les principes utilisés pour l'élaboration des normes IFRS) pour réduire cette complexité (*Getting a better framework : Complexity ; Bulletin EFRAG Février 2014*).

Selon M. Padoa-Schioppa, membre de l'IASB, l'impact du programme de convergence, au-delà des zones américaine et européenne, représente " *la promesse d'une amélioration de l'accès aux marchés américain et européen, qui a encouragé d'autres économies développées ou émergentes (Brésil, Chine, Inde et Japon) à opter pour la convergence de leur référentiel vers les IFRS. Renoncer à la convergence ne conduirait pas à une seconde meilleure solution pour le monde qui a déjà deux référentiels majeurs : les IFRS et les US GAAP. Cela conduirait vraisemblablement à un monde dans lequel chacune des principales économies présenterait ses propres spécificités* "

Force est de constater que c'est vers une telle situation que l'on se dirige aujourd'hui à la suite de la position des Etats-Unis reportant sine die l'adoption des normes IFRS, considérant les normes US GAAP comme supérieures et souhaitant maintenir le rôle du FASB dans leur élaboration.

Il est à noter que l'un des points bloquants la convergence entre IFRS et US GAAP,

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

est la notion de « full fair value » dans ces derniers, plus extensive que la « fair value », qui accroît la volatilité de l'évaluation des actifs, déjà critiquée en Europe. En cas d'échec du projet de normalisation menée au sein d'IFRS, les grandes entreprises françaises ou européennes ne seraient-elles pas contraintes d'appliquer les US GAAP ?

Il ressort par conséquent des dernières propositions en France et en Europe et de celles de la SEC aux Etats-Unis, que chaque région du monde souhaite aujourd'hui maintenir le contrôle sur la définition des normes présidant à l'élaboration des états financiers, perçu par chaque pays ou région comme un moyen de préserver sa souveraineté et ses propres intérêts.

Ainsi, l'objectif d'une transparence absolue des informations financières, permettant une véritable comparabilité, présentées par les entreprises reste, malgré les progrès et recommandations depuis 2005, un vœu pieux, difficile à atteindre à un horizon de court ou moyen terme.

C'est en définitive dans l'évaluation de leurs propres exigences en termes d'obligation d'information, que les régulateurs peuvent anticiper et faire progresser la recherche de la transparence à travers une meilleure efficacité et une adaptation aux mutations des marchés.

2) L'évaluation par les régulateurs de l'efficacité des obligations d'information:

Les autorités chargées de la régulation des marchés financiers procèdent à une évaluation périodique de l'efficacité des règles s'appliquant aux sociétés cotées en matière d'information du public. Ces évaluations conduisent à des recommandations et propositions d'amélioration pour répondre aux besoins d'adaptation et de modernisation du fonctionnement des marchés financiers, notamment pour améliorer la transparence.

Ainsi, l'AMF reprend dans son rapport annuel, l'activité passée et effectue des préconisations. Elle constitue des groupes de réflexion et participe aux travaux de l'autorité européenne de régulation des marchés, l'ESMA.

Ceux-ci doivent notamment se traduire par la transposition de la directive « Transparence » 2013/50/UE en novembre 2015 par les Etats membres, dont l'objectif est d'améliorer la directive européenne 2004/109/CE sur deux plans : la simplification des

obligations des petites et moyennes entreprises ainsi que l'amélioration de l'efficacité des publications des sociétés (publication d'information trimestrielle non requise, rapport financier annuel à la disposition du public dix ans au lieu de cinq ans, délai de trois mois au lieu de deux pour publier le rapport semestriel, mise en place d'un format électronique unique, prise en compte des instruments financiers dans la détermination des franchissements de seuils).

La SEC a entrepris une réflexion sur l'efficacité de son système de régulation des obligations de transparence dans un Rapport de décembre 2013 (*Report on Review of Disclosure Requirements in Regulation S-K*)

« Bien que des contrôles exhaustifs sur les obligations d'information mis en place par la Commission aient été menés ponctuellement, la dernière de ces revues a été effectuée en 1996 par le Groupe de travail sur « la simplification des obligations d'information ». Depuis cette date, les avancées technologiques ont continué de changer de manière significative les modes d'opération et de communication des entreprises vis-à-vis des investisseurs, de même que les modalités de fonctionnement des marchés de capitaux et de réception et d'utilisation de l'information par les acteurs du marché. En outre, plusieurs événements se sont produits depuis 1996 qui peuvent justifier ultérieurement une revue des règles d'information : la montée et l'effondrement du secteur des hautes technologies en 2000, l'entrée en vigueur de la Loi Sarbanes-Oxley, la crise financière de 2000, l'entrée en vigueur de la Loi Dodd-Frank et celle de la Loi JOBS. A la lumière de ces changements et événements, le groupe de travail pense que les obligations d'information mises en place par la Commission devraient être réévaluées afin d'assurer les détenteurs actuels de titres, les investisseurs potentiels et le marché reçoivent une information significative, et dans la mesure du possible en fonction des règles de la Commission, qui ne soit pas dupliquée, sur laquelle fonder les décisions d'investissement et de vote, et que l'information dont la divulgation est exigée de la part des sociétés émettrices de rapports soit suffisamment flexible pour s'adapter à des circonstances dynamiques »⁹⁹.

⁹⁹ « Although comprehensive reviews of the Commission's disclosure requirements have been conducted from time to time, the last such review was the 1996 Task Force on Disclosure Simplification. Since that time, technological advances have continued to significantly change the ways that businesses operate and communicate with investors, as well as the ways that capital markets function and market participants receive and use information. Also, several events have occurred since 1996 that could be further relevant in motivating a review of disclosure rules: the rise and collapse of the technology sector in 2000, the collapse of Enron, the enactment of the Sarbanes-Oxley Act, the financial crisis of 2008, the enactment of the Dodd-Frank Act and the enactment of the JOBS Act. In light of these changes and events, the staff believes that the Commission's disclosure requirements should be reevaluated in order to ensure that existing security holders, potential investors and the marketplace are provided with meaningful and, to the extent possible in the Commission's rules, non-duplicative information upon which to base investment and voting decisions, that the information required to be disclosed by reporting companies continues to be material and that the disclosure requirements

Les principes économiques à prendre en compte pour la réévaluation des obligations d'information sont les suivants :

- La prise en compte d'une information pertinente en fonction de la taille de la société conformément au JOBS Act pour les sociétés de croissance qualifiées d'« emerging growth companies », qui ont besoin de capitaux pour se développer. Il s'agit de sociétés dont le revenu est inférieur à 1 milliard de dollars, pour lesquelles les obligations d'information sont allégées (par exemple en ce qui concerne l'application de la Loi Sarbanes-Oxley).
- Il convient de s'assurer que la règle exigeant la divulgation d'information n'entraîne pas des coûts de mise en conformité et administratifs trop élevés
- Le maintien de la capacité de la Commission à conduire un programme efficace de dissuasion de la fraude.
- L'importance du maintien de la confiance des investisseurs dans la fiabilité de l'information de la société cotée

Il s'agit donc de moderniser et simplifier les obligations d'information incluses dans les *Regulation S-K*. pour réduire les coûts et les charges des entreprises tout en divulguant les informations significatives.

Les recommandations du groupe de travail de la SEC sont les suivantes :

Premièrement, adopter pour le cadre de transparence une approche fondée sur des principes (*principles-based approach*) en maintenant le système fondée sur des règles (*rules-based system*), permettant la cohérence, l'exhaustivité et la comparabilité des informations entre sociétés cotées. La SEC pourrait proposer un modèle de ces principes généraux (broad principles), pour aider les sociétés à bâtir sur mesure les principes adaptés aux faits et circonstances.

Deuxièmement, dimensionner (*scaling*) en fonction du type d'entreprise (*emerging*

are flexible enough to adapt to dynamic circumstances. » *SEC Report on Review of Disclosure Requirements in Regulation S-K, décembre 2013, p.93*

growth companies)

Troisièmement, revoir la présentation de l'information à travers le système de base de données (EDGAR) et les moyens électroniques, en créant un « profil de la société » (core disclosure) avec des informations permanentes et la mise à jour des informations périodiques ou sur des opérations spécifiques auprès des actionnaires.

Finalement, améliorer la lisibilité de l'information transmise en allégeant certaines obligations n'ayant pas d'impact significatif dans le cas des « petites » sociétés (small businesses avec un revenu inférieur à 25 Millions de dollars), en évitant la redondance de l'information à travers par exemple des références croisées ou « hyperliens ».

D'autres recommandations viennent compléter ces priorités : uniformiser la communication sur les risques, revoir les seuils en fonction de seuils de signification, préciser les risques et la dépendance sur les opérations en dehors des Etats-Unis, revoir la présentation des rapports sur le site web de la SEC.

Dans son projet de Plan stratégique 2014 -2018, la SEC définit ainsi son troisième objectif : « faciliter l'accès à l'information dont les investisseurs ont besoin pour prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. »

Comme l'indique la SEC : « Améliorer la compréhension des investisseurs devrait toujours être l'un de nos objectifs principaux. Mais il n'est pas suffisant de seulement mettre à disposition de l'information précise, actualisée et utile ; nous devons aussi la rendre accessible. Nous avons l'obligation de procurer l'information de la manière dont les investisseurs souhaitent la recevoir ; Aller chercher l'investisseur est crucial pour réussir ; Connaître le mode de pensée des investisseurs améliorera la qualité d'ensemble de l'information que nous publions. »¹⁰⁰

¹⁰⁰ “Increasing investor understanding should always be one of our primary goals. But it is not enough merely to make accurate, timely, and useful information available; we also have to make it accessible. We have to provide information in the ways that investors want to receive it. Investor outreach is crucial to success. Finding out what is on investors' minds will improve the overall quality of the information we provide.”- Strategic Goal 3 : Facilitate access to the information investors need to make informed investment decisions - CHAIR MARY JO WHITE

Ainsi, alors que la convergence apparaît aujourd'hui éloignée sur le plan de la définition d'une norme comptable internationale, les réflexions et recommandations des régulateurs aux Etats-Unis d'une part, en Europe et en France, d'autre part, mènent à des conclusions convergentes en matière d'information des actionnaires, soit vers la recherche d'une simplification et d'un allègement des obligations adaptés au secteur et à la taille de l'entreprise, soit en faveur d'un accès plus direct du public à l'information, s'appuyant sur les nouvelles technologies. Ainsi, Internet et les nouveaux media sont un facteur de transparence, qui peut aller au-delà en favorisant un rôle plus actif de la part des actionnaires.

III Les actionnaires, acteurs de la transparence ?

La transparence absolue va de pair avec l'idéal parfois évoqué d'une démocratie des actionnaires. A l'ère d'Internet et des nouveaux media électroniques, on a pu parler d'une démocratie directe. Outre le fait que l'actionnaire n'est pas un citoyen et que la société, personne morale, n'est pas un régime politique, faisant de l'utilisation du terme de démocratie un abus de langage, la question posée est celle du rôle réel de l'actionnaire face à l'information publiée par les sociétés. Est-il un acteur de la transparence ou délègue-t-il ses droits face à un volume et une complexité toujours croissants des informations qui lui sont destinées ?

1) L'accès à un flux d'information continu : les nouvelles technologies ou l'illusion d'une démocratie des actionnaires

La presse est un moyen traditionnel d'information qui permet d'atteindre un grand nombre d'investisseurs par le biais du BALO (Bulletin d'annonces légales et obligatoires) en France : la majorité des informations publiées au BALO intéresse les actionnaires dans la mesure il s'agit d'informations sur la société qui sont utiles à l'exercice de leurs droits politiques. Cependant la diffusion de l'information par le biais de l'informatique est aujourd'hui favorisée tant en France qu'aux Etats-Unis.

L'introduction d'internet a constitué un changement majeur dans le domaine de l'information des actionnaires. La SEC a reconnu l'importance de l'impact d'internet sur l'information : *« le développement de l'Internet a révolutionné la production de l'information, son accès ainsi que sa diffusion. L'accessibilité croissante de l'information a favorisé la*

promotion de la transparence, de la liquidité et de l'efficacité des marchés financiers. Un des apports principaux de l'Internet est que les sociétés peuvent rendre l'accès à l'information disponible pour un grand nombre d'investisseurs et de marchés financiers rapidement et à un coût moindre »¹⁰¹. L'information électronique a aussi l'avantage d'être facile d'accès et de faciliter la recherche. En effet, dans l'Exchange Act Release No.56135 du 26 Juillet 2007, la commission a noté que « la recherche sur des documents électronique est plus facile que sur des documents papier. Les actionnaires seront plus à même d'aller directement à la section du document qui les intéresse. Les amendements permettront aux actionnaires d'évaluer plus facilement les données chiffrées en utilisant des outils d'analyse comme les tableurs. De tels outils permettent aux utilisateurs de comparer des données de différentes sociétés plus aisément »¹⁰². En France, le 25^e considérant de la directive n°2003/6/CE du 28 janvier 2003 « Abus de marché » dispose : « les moyens modernes de communication permettent aux professionnels des marchés financiers et aux investisseurs privés de bénéficier d'une plus grande égalité dans l'accès aux informations financières ». La diffusion de l'information économique sur internet permet une diffusion à la fois plus égalitaire à destination des actionnaires et pratiquement instantanée. Les actionnaires disposent ainsi d'une information continue sur les sociétés cotées.

Les autorités de marché privilégient cette forme de diffusion de l'information : le règlement général de l'AMF en est l'illustration. Les informations occasionnelles doivent être mises à disposition des actionnaires sur le site de l'émetteur et les sociétés cotées ont l'obligation de remettre à l'AMF « la version électronique du prospectus (...) aux fins de mise en ligne sur un site »¹⁰³. Il en va de même pour le document de référence dont une version électronique doit être remise à l'AMF. Aux Etats Unis, l'utilisation d'internet comme outil de communication s'est fait graduellement. En 1996 a eu lieu, la première assemblée générale en ligne et un an plus tard le premier vote électronique. Ce processus a été accéléré par le système des dépôts électronique à la SEC. Ils sont disponibles gratuitement sur le site web de la Commission. Ces données sont accessibles en « temps réel » sur la banque de données

¹⁰¹ Exchange Act Release No. 45741 (Apr.12.2002) : « the developement of the Internet has revolutionized information production, availability, and dissemination. The increased availability of information has helped to promote transparency, liquidity, and efficiency in our capital markets. One of the key benefits of the Internet is the companies can make information available to many investors and the Financial markets quickly, and in a cost-effective manner. Online access to Internet information also helps to democratize the capital markets by enabling many Small investors to access corporate information just a readily as large institutionnal investors ».

¹⁰² « Information in electronic documents is often more easiliy searchable than information in paper documents. Shareholders will be better able to go directly to any section of the document that they are particularly interested in. The amendments also will permit shareholders to more easiliy evaluate data using analytical tools enable users to compare relevant data about several companies more easiliy »

¹⁰³ Article. 212-27-IV et 212-13-3 Règl. Gen. AMF

« EDGAR ». Internet a aussi a aussi faciliter l'information des actionnaires en matière de rapports annuels et de « proxy statements »¹⁰⁴ : les sociétés publient les documents sur leur site web et les actionnaires reçoivent une notification les informant de la mise en ligne de ceux-ci. Au delà de la mise en ligne volontaire d'information, le Dodd-Frank Act est allé plus loin. En effet, Section 13 (p)(1)(E) de l'Exchange Act impose aux émetteurs de minerais de « rendre disponible au public sur leur site web les informations ». Ces sociétés sont dans l'obligation de créer un site web. En ce qui concerne les autres sociétés, seules des incitations sont mises en œuvre dans ce but et non une obligation.

Un exemple du changement lié à l'arrivée des nouvelles technologies a été aux Etats-Unis l'annonce de l'introduction en bourse de Twitter par un « tweet » de 140 mots, admise par la SEC comme un mode d'information du public. Dès lors que l'information est accessible à un large public, son mode de diffusion importe peu aujourd'hui pour le régulateur américain, ce qui démontre un esprit d'ouverture dans l'application des règles de la SEC envers les nouveaux médias, dont la rapidité et la capacité de réaction constituent aujourd'hui des atouts incontournables dans l'information des marchés.

La facilité de l'accès à une information toujours plus actualisée et égalitaire, au moyen des nouvelles technologies, conformément à l'objectif de transparence, ne se traduit pas automatiquement par une capacité de l'actionnaire individuel à traiter ces informations, ce qui rend illusoire l'émergence d'une démocratie actionnariale, dans laquelle l'actionnaire individuel exercerait un contrôle réel et efficace sur les dirigeants.

2) La délégation et la professionnalisation du traitement de l'information : le rôle des experts ou l'illusion de la transparence

Le flux d'information continu à destination des actionnaires, tel que le permettent les nouvelles technologies, nécessite en réalité une véritable expertise financière et juridique pour pouvoir prendre, sur des résolutions complexes, des décisions en parfaite connaissance de cause : pour ne citer que ces paramètres, l'absence de comparabilité entre les normes comptables internationales IFRS ou US GAAP, d'une part, et la sophistication croissante des instruments financiers, d'autre part, requièrent un retraitement et une analyse des comptes de l'entreprise et une connaissance du secteur d'activité.

¹⁰⁴ Rule 14a-16, 17 C.F.R. §240 14a-16 (Internet availability of proxy materials)

Cette mission est généralement du ressort des analystes financiers, dont les rapports sont communiqués à l'ensemble du marché, dont les décisions risquent par conséquent d'être fonction des seules conclusions d'un nombre limité de spécialistes. C'est l'un des facteurs du côté « grégaire » des marchés, qui a été constaté, tendance aggravée par la mise en place d'algorithmes dans les systèmes informatiques des gestionnaires de portefeuille entraînant des prises de position automatiques massives d'achats ou de cessions de titres.

Or, la structure de l'actionnariat, avec le développement des fonds d'investissement, joue un rôle significatif dans cette évolution : en effet, les fonds d'investissement et les investisseurs institutionnels ont de plus en plus recours pour leurs votes aux assemblées générales à des intermédiaires spécialisés dans l'analyse de ces résolutions, les agences de conseil en vote ou « proxy advisers ». Du fait d'une concentration du marché sur quelques intervenants, les proxy advisers ont acquis désormais un pouvoir déterminant dans les votes de nombre de sociétés cotées, alors qu'ils n'en sont pas actionnaires. Ces intermédiaires constituent ainsi une forme de « technostructure », qui privent de facto les actionnaires individuels de la capacité d'influer par leur vote sur les résolutions des sociétés cotées, technostructure dont le savoir n'est ni démontré ni contrôlé.

C'est pourquoi l'AMF a émis le 18 mars 2011 une recommandation n° 2011-06 sur les Agences de conseil en vote, dans laquelle elle rappelle en premier lieu que « l'exercice du droit de vote relève de la responsabilité de l'investisseur ». L'AMF recommande la publication par les proxy advisers de leur politique générale de vote sur leur site Internet, la définition des concepts spécifiques utilisés dans le contenu des politiques de vote, la transparence du processus d'élaboration de cette politique.

Une autre recommandation porte sur le fait que l'agence de conseil « dispose des compétences et des moyens adaptés (...) à l'analyse des projets de résolution », que des règles méthodologiques soient mises en place et que le sens des recommandations de vote soit motivé dans le rapport d'analyse de l'agence. En effet, le risque est qu'en période d'assemblées générales, l'agence de conseil soit surchargée et ait recours à des personnes ne disposant pas des qualifications nécessaires. Le dialogue du « proxy adviser » avec les sociétés cotées est également recommandé ainsi que la prévention des conflits d'intérêt.

Ces règles devraient selon l'AMF figurer dans un code de conduite de l'agence de conseil.

Cependant, l'application effective des recommandations de l'AMF n'est pas assortie de sanctions, celle-ci ne disposant pas du pouvoir de règlementer l'intervention des agences conseil. Par conséquent, il ne peut s'agir que d'incitations. En outre, l'application effective de

ces règles permettrait de mieux encadrer les interventions de ces agences auprès de leurs clients, leur imposant une plus grande transparence. Il demeurera néanmoins la question de la structure de ce marché, dont la concentration auprès d'un nombre réduit de professionnels influe indéniablement les décisions de vote sur les résolutions des assemblées générales d'actionnaires. Le fonctionnement réel des marchés financiers est à cet égard éloigné du paradigme de l'actionnaire individuel, investisseur avisé, jouissant de la protection mise en place par les régulateurs, en capacité d'exercer un contrôle effectif sur la gestion des sociétés, ceci en parfaite connaissance de cause, principal bénéficiaire de l'information et de la transparence.

Conclusion

Ainsi, le droit à l'information des actionnaires dans les sociétés cotées est un enjeu essentiel car il représente « l'épine dorsale » du fonctionnement des marchés financiers. Sans cette information, ne sont pas remplies les conditions d'une transparence des marchés ni de « juste » valorisation des titres échangés selon le modèle actionnarial qui s'est substitué au modèle managérial. C'est pourquoi les pouvoirs publics, les régulateurs, les bourses et les associations d'entreprises ont élaboré des règles visant à garantir la divulgation et la communication de l'information auprès du public. Toutefois des différences existent entre les modèles d'information aux Etats-Unis et en France, en raison notamment de l'organisation américaine du droit fédéral et infra-fédéral, du rôle différent des régulateurs et des bourses, et des codes de bonne conduite mis en place par les associations représentant les entreprises.

Il est à noter que dans les deux systèmes juridiques, le renforcement des droits à l'information, a été mis en place en réaction à des crises successives, sans être anticipé dans le cadre d'une réflexion globale, même si aux Etats-Unis et en France, les régulateurs des marchés établissent des plans stratégiques, évaluent leur propre efficacité et sont sources de proposition. Sans doute est-il aujourd'hui nécessaire de poursuivre le renforcement du droit à l'information, en anticipant les évolutions, plutôt qu'en réaction une nouvelle fois à une crise des marchés.

En effet, les règles qui encadrent l'information des actionnaires, même si elles semblent plus protectrices des dirigeants aux Etats-Unis qu'en France compte tenu de la législation de certains Etats, permettent dans les deux modèles, d'obtenir peu ou prou l'information pertinente et sanctionnent les manquements, qu'il s'agisse des délits d'initiés, des franchissements de seuils, des déficiences de contrôle interne avec la Loi Sarbanes-Oxley. Nous avons vu également que l'idéal d'une transparence absolue trouve ses propres limites car il n'est pas compatible avec d'autres impératifs économiques, protecteurs des intérêts des entreprises.

Le nouvel enjeu réside aujourd'hui moins dans la diffusion de l'information, encadrée par des règles contraignantes et incitatives, que dans son traitement : en effet, les nouvelles technologies permettent en continu et en temps réel, la diffusion d'un véritable flux d'information auprès du public. Mais la capacité effective à traiter un tel volume vient

contrecarrer en pratique l'objectif recherché d'une réelle transparence des marchés. C'est le cas pour l'actionnaire individuel mais aussi pour les fonds d'investissement ou les investisseurs institutionnels : ainsi se développent des agences spécialisées auxquelles sont délégués les droits de vote dans les assemblées générales et qui, du fait de leur concentration, sont dotés d'un pouvoir d'influencer les décisions ; dans le même temps, des arbitrages en termes de transactions financières sont le fait d'algorithmes utilisés par les fonds d'investissement, favorisant les décisions à court terme, comme le démontre le « trading à haute fréquence », qui joue sur les décalages infimes entre les différents marchés.

En outre, l'information diffusée par les entreprises n'offre pas toujours une comparabilité entre sociétés, en raison de l'absence de normes comptables homogènes sur le plan international.

Sans doute est-il nécessaire de développer aujourd'hui une pédagogie de la part des régulateurs et une coopération entre dirigeants et actionnaires, au delà du contrôle exercé par ces derniers, pour permettre de rendre facilement accessible l'information « essentielle », celle qui permet de comprendre le métier de l'entreprise, les risques auxquels elle est exposée, ses perspectives de développement, au delà des seuls aspects financiers.

La SEC et l'AMF ont engagé des réflexions dans cette voie, à la recherche d'une simplification de l'accès à l'information, d'une adaptation au type d'entreprise, d'une refonte des obligations d'information et de leur propre site internet. L'AMF propose un guide pédagogique pour éclairer l'actionnaire sur l'exercice de ses droits.

De même, l'utilisation de la « juste valeur », qui a été décriée pour la volatilité des actifs comptables à laquelle elle risque de conduire, peut permettre à la société de décrire en détail les hypothèses utilisées dans ses modèles de valorisation, qui l'amènent à donner plus de précisions sur la manière dont ses comptes incorporent la vision des dirigeants sur les perspectives d'avenir de la société. C'est en tout cas la recommandation de l'AMF pour l'application des normes IFRS, dont elle suit la mise en application tous les ans.

Le nouvel enjeu qui ressort de cette étude et doit à mon sens faire l'objet d'une anticipation sur ses modalités de mise en œuvre dans chaque système juridique ou dans les codes de bonne conduite, est la convergence sur les conditions d'accès à une information plus simple, l'effort pédagogique vis-à-vis du public, et la coopération au delà du contrôle, entre dirigeants et actionnaires.

C'est au prix de cet effort que l'on se rapprochera, sans toutefois pouvoir l'atteindre, de l'idéal d'une « démocratie » des actionnaires, et au delà de l'objectif de maximisation de la valeur pour les seuls actionnaires, d'une meilleure information des parties-prenantes.

Bibliographie

I Ouvrages généraux et spéciaux

Berle, Adolf. *The 20th Century Capitalist Revolution*. 1954.

Berle, Means. *The Modern Corporation and private property*. 1932.

Bouthinon-Dumas, Hugues. *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*. Paris: LGDJ, 2007.

David C. Donald et Andreas Cahn. *Comparative company law: Text and cases on the laws governing corporations, in Germany, in the UK and in the USA*. Cambridge, 2010.

Caussain, Jean-Jacques. *Le Gouvernement d'entreprise-le pouvoir rendu aux actionnaires*. Litec, 2005.

Duhamel, Edith Blary-Clément et Jean-Christophe. *2001-2010 Dix ans de transparence en droit des sociétés*. Arras: Artois Presses Université, 2011.

Hirschman, Albert O. *Exit, Voice and Loyalty*. 1970.

J. Chopper, J Jr. Coffee, R Gilson. *Cases and materials on corporations*. 2000.

Magnier, Veronique. *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise - Pour une meilleure protection de l'intérêt social*. Paris: LGDJ, 2010.

Jr., Robert Brown. *The regulation of corporate disclosure*. troisième. Aspen publishers.

Mathias Siems, David Cabrelli. *Comparative company law, a case based approach*. Hart publishing, 2013.

Sabrina Bruno, Eugenio Ruggiero. *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*. Wolters Kluwer, 2011

Véron, Nicolas. *La juste valeur est un mauvais bouc émissaire pour cette crise*. 2008.

II articles et conférences

Adam, Tyler. «The Jobs Act: unintended consequences of the "facebook bill".» *Hastings Business Law Journal*, 2012.

Aglietta, Michel. «Les mésaventures du modèle de la valeur actionnariale: montée en puissance dans la propriété des entreprises et échec de la gouvernance.» *9ème Forum annuel de la recherche en gouvernance de l'IFA sur le thème : "Crise : les actionnaires sont-ils victimes ou coupables?"*. 2010.

Alcover, Sylvain de Boissieu et Yann Morell y. «les banques en perte de valeur.» *Investir*, 2008.

Coffee, John C. «Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor.» *Columbia Law Review*, 1991.

Cools, Sofia. «The real difference in corporate law between the United-States and continental Europe.» *Delaware Journal of Corporate Law*, 2005.

Darra-Barquissau, Nathalie. «Comment classer les actionnaires des entreprises cotées.» *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, 2011.

J.Riggs. «Le devoir de loyauté des dirigeants aux Etats-Unis.» *La Gazette du Palais*, 2000.

Jackson, Katherine V. «Towards a stakeholder-shareholder theory of corporate governance: a comparative analysis.» *Hastings Law Journal*, 2011.

Kalweit, Alain Alcouffe et Christian. «Droits à l'information des actionnaires et actions sociales des associés en France et en Allemagne : considérations de droit comparé en relation avec les directives américaines.» *Revue internationale de droit économique*, 2003.

Katharina Pistor, Yoram Keinan, Jan Kleinheisterkamp, Mark D. West. «The evolution of corporate law : a cross-country comparison.» *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2002.

«la polémique s'enfle autour de la loi Sarbanes-Oxley.» *La Tribune*, Juin 2004.

Lefrancq, S. «Juste valeur ou valeur injuste: le débat sur l'évaluation des instruments de marché.» *Revue française de comptabilité*, 2009.

P.Didier. «L'égalité des actionnaires, mythe ou réalité?» *JCP E*, 1994.

Parléanti, I. Urbain. «des nouvelles obligations d'information des dirigeants envers les actionnaires.» *Revue des Sociétés*, 2003.

Petrova, Marina. «Capital formation for interest companies: why facebook stayed private for so long and what that means for investors.» *Journal of Business and Securities Law*, 2012.

Skelton, Todd Blakeley. «Jobs Act review and analysis of emerging growth company IPOS transactions.» *The Tennessee Journal of Business Law*, 2014.

L'information des actionnaires dans les sociétés cotées en France et aux Etats-Unis

Julien Théron et Frédéric Guy, Chronique "Ethique d'entreprise", 1^{er} partie et 2nde partie *Petites affiches*, 2014

III Codes et guides

Code de commerce

Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF révisé en Juin 2013

Guide pédagogique de l'Autorité des Marchés Financiers à destination des actionnaires individuels « voter en toute connaissance de cause aux assemblées générales des sociétés cotées ».

IV Sites Web

<http://www.sec.gov>

<http://www.amf-France.org>