

ACTUALITÉS FACULTAIRES

L'égalité entre actionnaires : mythe ou réalité? *

par Yves DE CORDT

Assistant à la Faculté de droit de l'UCL

INTRODUCTION

1. L'égalité entre actionnaires est l'une de ces formules dont Paul Valéry disait qu'elles ont plus de valeur que de sens. Il est plus aisé, en effet, d'en estimer la valeur symbolique et d'en mesurer le pouvoir de séduction que d'en préciser le sens en observant sa réalité et sa portée. Néanmoins, si cette formule n'a pas exactement le sens que prétendent lui attribuer ceux qui l'invoquent, elle exprime toujours quelque chose — sans doute trop de choses — qu'il faut savoir percevoir et comprendre. Dans un contexte d'individualisme patrimonial, sa popularité tient précisément à sa généralité et à son indétermination.

Eu égard à la prolifération des normes et au foisonnement des concepts, l'ambition de cette thèse n'est pas de forger un nouveau concept mais de polir et raffiner un principe qui a été trop longtemps trituré. Il s'agit de définir le sens exact de la formule en distinguant sa part de vérité et sa part d'illusion et en observant son champ d'extension. Quand bien même elle ne serait qu'un mythe, l'égalité entre actionnaires aurait un effet de sens qu'il convient de mettre en exergue. Serait-elle une réalité qu'il faudrait encore en fixer l'image dans son contexte, la nuancer, en éclairer les ombres et en tamiser les lumières.

Selon ma thèse, l'égalité entre actionnaires constitue, quelles que soient sa force et sa relativité, une notion fonctionnelle et inachevée. La mise en œuvre de ce principe me paraît répondre, à la fois, à un besoin de « *protection* », qui requiert la prise en considération des intérêts des actionnaires, et à une nécessité de « *direction* », à savoir veiller à l'efficacité des marchés financiers et au succès des sociétés de capitaux belges. Pour vous le démon-

* Cet article constitue la version écrite de l'exposé que Monsieur Yves De Cordt a fait lors de sa défense de thèse, le 27 mai 2003, en vue de l'obtention du titre de docteur en droit de l'U.C.L. La thèse sera publiée en 2004 aux Editions Bruylant.

trer, je vais, après avoir rappelé la relativité intrinsèque du principe d'égalité, vous livrer ma perception du droit économique et dégager les fondements du principe d'égalité entre actionnaires, avant de poser une distinction entre égalité « *interne* » et égalité « *externe* » et de traiter brièvement de quelques questions d'équilibre.

SECTION I^{re}. — PARADOXE ET RELATIVITÉ DU PRINCIPE D'ÉGALITÉ

2. Le rédacteur d'une thèse consacrée à l'égalité doit prendre acte tout à la fois du caractère vigoureux, relatif et paradoxal de son sujet. En effet, dans la mesure où elle consiste en une comparaison subjective entre des objets, des valeurs ou des personnes..., l'égalité revêt une dimension nécessairement relative. Ainsi, selon A. Sen, « *l'idée d'égalité est confrontée à deux types différents de diversités : l'hétérogénéité des êtres humains et la multiplicité des variables en fonction desquelles l'égalité peut être appréciée* ». Les conceptions de l'égalité varient selon les contextes de discussion ainsi que selon la clairvoyance de ceux qui en parlent et l'opportunisme de ceux qui l'invoquent. L'un des paradoxes consiste en ce que, comme le disait Voltaire, « *l'égalité est à la fois la chose la plus naturelle et la plus chimérique* ». L'égalité est un produit de la volonté qui permet une déconstruction idéologique de la diversité de la nature et une construction artificielle de l'unicité de la société. Au demeurant, la compréhension du concept ne semble pas indispensable pour stimuler la ferveur de ceux qui le défendent ou le combattent. On a ainsi pu dire que « *l'égalité est à la fois menacée par ses adversaires, qui rêvent de l'anéantir, que par ses partisans, qui veulent la pousser à l'extrême* ». En outre, il en est de l'égalité comme de nombreuses idées : après avoir répondu à des besoins légitimes, elles se développent avec leur milieu et se corrompent parfois par l'exagération même de leur principe. Il importe donc de rappeler, en citant encore Sen, que « *la liberté est le champ d'application possible de l'égalité et l'égalité est un modèle de répartition de la liberté* ».

S'agissant de l'égalité entre actionnaires, la difficulté est renforcée. Dans son sens le plus général, cette égalité peut être définie comme l'identité des droits et des obligations afférents aux actions d'une même catégorie dont jouissent les actionnaires en proportion du nombre d'actions de cette catégorie qu'ils possèdent dans la société considérée. L'on indique ainsi qu'au sein des sociétés anonymes, l'égalité existe davantage entre les actions d'une même catégorie qu'entre actionnaires. En outre, les qualités et la physionomie des actionnaires eux-mêmes sont variées.

SECTION II. — L'ÉVOLUTION DU DROIT ET DU DROIT DES SOCIÉTÉS

3. L'étude du principe d'égalité entre actionnaires implique d'observer l'évolution du droit et du droit des sociétés par rapport à la réalité complexe qu'ils régissent.

La distinction posée par Michel Foucault entre la « *souveraineté* » et la « *gouvernementalité* » permet de mettre en lumière une évolution du droit qui se dégage des dogmes et de la morale. Michel Foucault observe que l'introduction de l'économie à l'intérieur de l'exercice politique constitue l'enjeu essentiel du gouvernement, dont l'art consiste à discerner, je cite, « *la droite disposition des choses, la manière la plus juste de les ordonner pour les conduire à une fin convenable pour chacune des choses à gouverner* ». Si l'essence de la souveraineté est la recherche du bien commun par l'obéissance à la loi et le respect des droits subjectifs, l'essence de la « *gouvernementalité* » est, en revanche, la recherche de la manière la plus adéquate d'atteindre une pluralité de buts spécifiques pour assurer le développement économique et social d'un groupe d'individus. Dans cette perspective, l'art du droit est d'élaborer des « *normes* », qui constituent les instruments de gestion de problèmes collectifs et de développement de stratégies d'intérêt général. L'on constate l'instrumentalisation de la loi, la massification de ses destinataires en catégories plus ou moins homogènes et l'éclatement du droit en divers droits spéciaux. Les individus ne sont plus appréhendés en eux-mêmes mais à travers des finalités et des intérêts économiques qui les dépassent. Emerge ainsi un droit « *social* » au sens large, que François Ewald distingue du droit civil : les droits n'y sont plus conçus comme les attributs d'un sujet mais bien comme des rapports aux autres et le sens des concepts et des normes dépend des conflits qu'ils servent à trancher. Cette relativité générale des valeurs et des principes explique précisément que certaines notions *a priori* dogmatiques deviennent des notions fonctionnelles et inachevées, des « *standards* » adaptables et mobiles. Notions « *fonctionnelles* » en ce qu'elles ne peuvent être définies que par les fonctions qu'elles remplissent et les finalités qu'elles permettent de poursuivre. Notions « *inachevées* », car leur définition n'est jamais définitive et leur contenu peut évoluer en fonction de besoins conjoncturels ou contextuels.

4. Au sein d'un droit des sociétés qui, d'une part, subit une prolifération anarchique de normes techniques afin de « *coller* » à une réalité changeante et qui, d'autre part, connaît une résurgence de l'exercice de la liberté contractuelle, il devient certes nécessaire que se développent des principes généraux, tels que l'égalité, la loyauté, la transparence, l'intérêt social... Mais il est alors primordial que ces notions ne s'imposent pas comme des

principes rigides aux organes de la société et à ses membres et qu'elles laissent une marge d'appréciation aux juges, qui interviennent de plus en plus souvent dans les rapports sociétaires.

Dans la manière dont le droit appréhende les sociétés anonymes, un clivage est progressivement apparu entre les sociétés anonymes « *faisant publiquement appel public à l'épargne* », et les sociétés anonymes dites « *privées* ». Dans le but de protéger les actionnaires minoritaires, qui sont souvent des épargnants, la plupart des dispositions légales exclusivement applicables aux sociétés « *publiques* » renforcent les exigences légales. Au point que le droit des sociétés devient un droit « *à deux vitesses* », auquel se superposent, pour les sociétés cotées, les exigences du droit financier. L'exaltation du principe d'égalité par le droit financier a exagérément amplifié les prétentions égalitaires des actionnaires minoritaires au sein des sociétés anonymes alors que, d'une part, la continuité et le développement de la société doivent primer et que, d'autre part, les actionnaires sont moins protégés en raison de leurs droits subjectifs qu'aux fins de favoriser l'épargne, de susciter la confiance des investisseurs et de promouvoir le développement des marchés financiers.

SECTION III. — LES FONDEMENTS DU PRINCIPE D'ÉGALITÉ DES ACTIONNAIRES

5. Après m'être livré à l'archéologie de ce principe, il m'est apparu qu'à l'origine, le principe de l'égalité des associés a été élevé au rang de dogme dans la conception — fondée ou illusoire — d'individus concluant un contrat de société pour collaborer sur un pied d'égalité dans leur intérêt commun. Cette commune aspiration à l'enrichissement réciproque impliquait une homogénéisation artificielle des associés, unis par l'« *affectio societatis* » et inspirés par le « *ius fraternitatis* ». A s'en tenir à cette conception, l'égalité permet notamment de distinguer le contrat de société du contrat de travail. On peut déjà en déduire que si ce fondement est altéré, de l'une ou l'autre manière, la vigueur du principe d'égalité entre actionnaires en sera inévitablement affectée. Au demeurant, cette collaboration à l'exécution du contrat se retrouve aujourd'hui dans d'autres types de contrats « *relationnels* » de longue durée et il a été démontré, dans la perspective de la protection de la partie la plus faible, que chaque contrat doit créer un équilibre. La « *fraternité* » contractuelle n'est dès lors plus uniquement constatée dans le contrat de société.

En réalité, la limitation de la responsabilité des actionnaires à leurs apports, inhérente à la société anonyme, implique que leur « *droit résiduel de contrôle* » est proportionnel aux risques qu'ils courent et, partant, à la

valeur de leurs apports, avec pour conséquence que la collaboration s'opère davantage sur un mode proportionnel, en fonction des actions détenues, ou sur un mode géométrique, en fonction des mérites. On est ainsi passé d'un « *vote par tête* » au principe selon lequel, à valeur égale, « *une action = une voix* ».

Par ailleurs, la société anonyme n'est plus réellement fondée sur la confiance et la considération réciproques des associés. Par sa personnalisation juridique particulièrement sophistiquée, elle conquiert son autonomie par rapport à ses membres, qui demeurent « *anonymes* » et interchangeables, et elle devient une « *institution* » ou une « *structure* » dont le fonctionnement requiert la mise en place d'une organisation hiérarchique d'organes. Dans la mesure où les intérêts des actionnaires tendent à devenir hétérogènes dans la plupart des sociétés anonymes, il n'y a plus « *représentation* » mais bien exercice d'un « *pouvoir* » par des organes. Le principe d'égalité devient alors une règle de protection des minorités contre les discriminations arbitraires et son intensité fonctionnelle paraît plus forte.

En effet, si le principe d'égalité n'est pas étranger à d'autres formes juridiques que peut revêtir une entreprise commune, il n'a jamais été autant convoqué, voire sacralisé, qu'au sein de la société anonyme, que ce soit par des dispositions légales explicites, par des *ratio legis* implicites ou par des raisonnements jurisprudentiels. Dans son ouvrage *Les passions et les intérêts*, Hirschman soutient la thèse selon laquelle les activités lucratives, si longtemps jugées avec dédain et méfiance, ont ensuite été considérées comme le moyen le plus efficace de réfréner les passions destructrices de l'homme. Certains principes de la démocratie parlementaire furent alors importés, avec toutes les distorsions que cela implique, pour soutenir le développement du capitalisme. L'égalité entre les actionnaires me semble avoir également rempli une fonction séductrice et pacificatrice dans la société anonyme. Elle a sans doute eu pour effet, d'une part, d'attirer les fonds des actionnaires en les rassurant par analogie avec ce qu'ils connaissaient dans la société démocratique, et, d'autre part, de dompter ensuite leurs velléités de contestation en entretenant, dans leur chef, certaines illusions de partage du pouvoir et de collaboration égalitaire. Cette analogie a nourri le « *mythe* » d'une démocratie sociétaire où chaque actionnaire, détenteur d'une parcelle de pouvoir, contribue à former, par son vote, la volonté collective que les administrateurs élus sont chargés de mettre en œuvre sous le contrôle d'une assemblée générale souveraine.

Mais cette comparaison entre la démocratie politique, dans laquelle le citoyen occidental est intégré, et l'institution sociétaire, à laquelle il adhère en devenant actionnaire, n'est-elle pas une fiction théorique, que la réalité socio-économique quotidienne de la société anonyme démasquerait? Selon

Ripert, « *les actionnaires ne tiennent pas plus que cela à l'exercice de leur souveraineté : ils savent bien qu'un gouvernement démocratique ne saurait convenir à la gestion de leurs intérêts et préfèrent l'irresponsabilité que permet l'inégalité et le despote éclairé qui les enrichira par une habile gestion* ». L'objectif de maximisation du profit assigné aux sociétés anonymes, leur structure oligarchique de pouvoirs, la règle du suffrage censitaire,..., suscitent effectivement l'impression de l'instauration, au sein de la société anonyme, d'une forme de « *ploutocratie* », dans laquelle le pouvoir des individus se mesure moins à l'aune de leurs mérites qu'en proportion de leur fortune. Cependant, s'il est vrai que la société anonyme constitue un système possédant sa propre rationalité et ne peut être assimilée à une microsociété démocratique, il n'en demeure pas moins que l'hypothèse selon laquelle on peut l'appréhender en référence aux modèles, valeurs et principes de la société démocratique est une hypothèse heuristique que l'on peut adopter, à titre provisoire, pour sa fécondité dans la recherche. Du reste, la société démocratique admet aussi des inégalités et des distinctions.

6. Une autre évolution de la société anonyme par rapport à la société originelle est liée à la libre négociabilité des actions et à l'appel public à l'épargne, consécutifs au besoin croissant de capitaux importants. Les actionnaires sont interchangeables car ils doivent être en mesure de céder librement leurs actions soit de gré à gré, soit dans le cadre d'offres publiques d'acquisition. Cette évolution s'accompagne d'une protection de l'actionnaire minoritaire assimilé à un « *consommateur* » de produits financiers. Le droit financier va se réapproprier le concept d'égalité et le développer en le faisant sortir du champ de l'organisation interne de la société anonyme et en l'étendant à l'ensemble des investisseurs. L'existence de cette égalité financière a, en outre, augmenté les revendications égalitaires sous tous azimuts.

7. Dans ce contexte de réflexion, on peut d'emblée discerner les différentes manières dont l'égalité peut être comprise au sein de la société anonyme. Elle peut être l'égalité « *intime* » qui règne entre les membres d'une communauté. Elle peut se concevoir comme l'égalité « *abstraite* », qui sert de présupposé à la société démocratique aussi bien qu'à l'exercice de la liberté contractuelle du droit civil. Elle peut consister en une « *collaboration égalitaire* », « *proportionnelle* » et « *géométrique* ». En vertu de l'égalité « *arithmétique* », les mêmes droits politiques peuvent être octroyés à tous les actionnaires, quelles que soient leurs différences. Le bénéfice de l'égalité « *formelle et procédurale* » permet aux actionnaires, d'une part, de participer à l'élaboration des normes auxquelles ils sont soumis et, d'autre part, de se les voir appliquer sans discrimination. L'égalité « *matérielle* » ou « *substantielle* » implique que ces règles réservent un traitement égal aux actionnaires

se trouvant dans une situation identique. L'égalité pourrait, enfin, représenter une dérive égalitariste, susceptible de nuire à l'intérêt de la société anonyme, qui ferait de l'actionnaire le « mineur » du XXI^e siècle, comme le furent le travailleur et le consommateur au XX^e siècle.

Ces différentes conceptions de l'égalité se retrouvent à travers la distinction entre l'égalité « interne » et l'égalité « externe », que je vais à présent examiner.

SECTION IV. — L'ÉGALITÉ « INTERNE »

8. L'égalité « interne » s'applique au sein de la société, d'une part, entre ses organes et ses actionnaires et, d'autre part, entre ces derniers. Ma thèse met en exergue la fragilité du principe d'égalité « interne » même s'il sous-tend de nombreuses dispositions du droit des sociétés anonymes.

J'ai d'abord démontré que, sous réserve de la prohibition des clauses « léonines », le principe d'égalité entre actionnaires intervenait moins lors de la constitution de la société anonyme que dans le cadre de son fonctionnement et de son perfectionnement. Ce principe permet, en réalité, que l'ensemble des droits inégaux reconnus aux actionnaires puissent être exercés, au cours de la vie de la société, dans le respect de la proportion initiale instaurée dans les statuts. Les organes de la société sont, en principe, tenus de respecter les privilèges que les parties au contrat de société ont instaurés.

Parmi les dispositions légales — supplétives ou impératives — sous lesquelles se trouve le principe d'égalité, on peut citer, notamment, celles relatives à la souscription, à la libération et aux variations du capital, à l'acquisition d'actions propres, à l'exercice du droit de vote, à la limitation du droit de vote, au droit individuel de poser des questions aux administrateurs, aux conflits d'intérêts et à l'action sociale minoritaire.

9. Parmi les facteurs qui fragilisent le principe d'égalité « interne », certains contredisent la présomption d'homogénéité des actionnaires et réduisent la portée de l'égalité tandis que d'autres dérogent à l'égalité elle-même.

J'ai constaté la diversité socio-économique des actionnaires, la diversification des apporteurs de fonds propres et l'émergence des investisseurs institutionnels, qui caractérisent l'évolution du capitalisme moderne et traduisent les besoins en fonds propres des sociétés anonymes. Au-delà d'une « identité de qualité », on distingue ainsi les actionnaires « politiques », les bailleurs de fonds, les salariés actionnaires, voire l'Etat... En outre, le régime juridique des actionnaires est, à certains égards, différent selon qu'ils sont fondateurs ou non, personnes physiques ou morales, apporteurs en espèces ou appor-

teurs en nature, selon qu'ils exercent ou non une « *influence* » sur la société ou selon que leurs actions sont libérées ou non, librement cessibles ou non, nominatives ou au porteur...

Les catégories d'actions et leurs droits spécifiques ainsi que les droits et privilèges octroyés à certains actionnaires, notamment en fonction de leur fidélité, contredisent l'idée que les actionnaires formeraient, en droit, une masse uniforme et homogène tout en démontrant que l'égalité existe, en principe, au sein de chaque catégorie d'actions ou d'actionnaires.

Parmi les atténuations de l'égalité, on peut encore citer :

- la possibilité de déroger à la règle de proportionnalité pour arrêter la clé de répartition des bénéfices et des pertes;
- la subordination de l'exercice de certains droits politiques et financiers au franchissement de seuils;
- le possible contournement du principe « *une action, une voix* », par l'octroi de parts bénéficiaires pourvues d'un droit de vote à certains actionnaires;
- le recours à la loi de la majorité, qui, même si elle s'avère moins inégalitaire que l'unanimité, permet aux actionnaires majoritaires d'imposer à la minorité leur conception de l'intérêt social sous réserve de la modification des droits afférents à une catégorie d'actions;
- l'absence légale de représentation proportionnelle des actionnaires au sein du conseil d'administration;
- la liberté des parties, qu'il convient de privilégier lorsqu'elle favorise l'adaptation de la structure sociétaire à son contexte d'action;
- la conclusion de conventions d'actionnaires, qui créent une césure entre les actionnaires, et l'application sélective des clauses statutaires;
- les nécessaires dérogations à l'égalité formelle soit pour conforter le contrôle, soit pour surveiller l'exercice loyal et efficient du pouvoir;
- la prévalence, sur l'égalité, de l'intérêt social, qui émancipe la société de ses membres.

Le sacro-saint droit acquis à demeurer associé est également remis en cause, au profit de la permanence de la structure sociétaire, par la possibilité légale d'exclure, au terme d'une procédure judiciaire, un actionnaire, pour justes motifs, dans les sociétés anonymes « *fermées* ».

Par ailleurs, l'octroi de nouveaux droits individuels en faveur de certains actionnaires minoritaires témoigne du souci des sociétés d'augmenter, par des discriminations positives, leur attractivité à l'égard des investisseurs institutionnels. Sous réserve de ce qu'à l'échelle du monde, ces minoritaires sont souvent plus puissants que les majoritaires, une telle tension vers une sorte d'égalité « *réelle* » établit un équilibre entre la protection légitime des

actionnaires et l'intérêt économique général, qui consiste à mettre à la disposition des sociétés d'un pays des capitaux en suffisance.

Derrière chacune de ces atténuations et de ces exceptions à l'égalité entre actionnaires demeure néanmoins une texture égalitaire. La tolérance d'exceptions atteste, par elle-même, de l'existence du principe mais les nuances et les précisions en ont suffisamment atténué la portée pour que sa valeur soit plus relative encore que celle de l'égalité entre citoyens.

10. La mise en cause des décisions des organes de la société a évidemment retenu mon attention.

S'agissant d'apprécier le comportement des actionnaires, l'obligation de traiter formellement tous les actionnaires de manière égale ne présente pas une valeur ajoutée à côté de l'interdiction de l'abus de droit et du principe d'exécution de bonne foi. La bonne foi implique que les actionnaires assument une obligation réciproque de loyauté et une obligation de fidélité à l'égard de la société.

Il en va autrement à propos de l'exercice de leurs pouvoirs par les organes. Si la rupture d'égalité ne constitue pas — et c'est heureux — un motif suffisant de nullité des décisions de la société, aux termes de l'article 64 du Code des sociétés, elle doit néanmoins redevenir, selon moi, un élément constitutif du « *détournement de pouvoirs* », concept qui, par rapport à celui d'abus de majorité, permet d'objectiver la remise en cause des décisions de la société.

La rupture de l'égalité doit être une condition de recevabilité posée à la contestation par les actionnaires des décisions des organes de la société anonyme. Le juge doit limiter son contrôle de légitimité aux décisions qui n'ont pas les mêmes conséquences sur tous les actionnaires et il ne peut annuler des décisions simplement parce qu'elles ne sont pas conformes aux aspirations et aux préférences des actionnaires minoritaires. Le juge devrait, pour opérer ce contrôle, s'inspirer de la démarche suivie par le juge constitutionnel en appliquant le principe de proportionnalité et en pratiquant la balance des intérêts respectifs. Les inégalités décidées par les organes de la société sont admises si elles sont conformes à un intérêt social légitime et sont efficaces et proportionnelles. Cependant, dans le cadre de la société anonyme, un actionnaire peut parfois constituer, à lui seul, une « *catégorie* » et la justification par l'intérêt social implique que la contre-partie soit, dans le chef de tout actionnaire, moins diffuse que la compensation procurée, à tout citoyen, par la poursuite de l'intérêt général.

11. En conclusion, l'égalité « *interne* » entre actionnaires ne constitue pas une fin en soi mais bien une notion « *fonctionnelle* » évolutive, un instrument flexible permettant d'atteindre d'autres objectifs. Elle désigne davan-

tage un « *principe directeur d'action* » qu'une « *situation* » existante; elle constitue moins un « *droit* » pour ceux entre lesquels elle doit exister qu'un « *devoir* » pour les organes. Le droit des sociétés offre un reflet, sinon de l'égalité, à tout le moins des exigences que ce principe impose aux organes de la société anonyme dont il convient de combattre l'arbitraire. Les actionnaires subissant un préjudice causé par une décision adoptée au nom de l'intérêt social peuvent s'attendre, non pas à ce que ce préjudice leur soit épargné, mais à ce qu'il soit pris en considération dans la définition de l'intérêt social, l'appréciation de sa prévalence et la détermination de sa portée. En d'autres termes, à travers la promotion de l'égalité, on ne recherche pas seulement le bien de l'actionnaire individuel mais aussi la prospérité optimale de la société anonyme elle-même.

SECTION V. — L'ÉGALITÉ « EXTERNE »

12. Cette égalité peut être qualifiée d'« *externe* » puisque, d'une part, l'« *égalité de prix* » doit, dans le cadre des OPA volontaires et obligatoires, être respectée par ceux qui convoitent une société anonyme, même s'ils ne sont pas actionnaires, et que, d'autre part, l'« *égalité devant l'information* » bénéficie aux investisseurs intervenants sur le marché boursier, qu'ils soient ou non actionnaires de la société concernée. Ce type d'égalité fait également référence au contrôle « *externe* » de la gestion par la défection (« *exit* »), que l'on distingue du contrôle « *interne* » par la prise de parole (« *voice* »).

Le principe d'égalité entre actionnaires actuels et potentiels est omniprésent dans le droit financier et témoigne de l'interaction entre les sociétés anonymes et le marché pour trouver en celui-ci un régulateur de normes flexibles et efficaces. S'agissant des obligations en matière d'information périodique et occasionnelle et de la sanction des délits d'initié et des abus de marché, il y va d'une saine application des principes de transparence et de protection du consommateur de produits financiers, qui sont indispensables au bon fonctionnement des marchés financiers. Quant aux cessions de contrôle, les prescriptions légales traduisent la volonté du législateur d'interdire toute discrimination dans le traitement des actionnaires « *sortants* », dont il souhaite qu'ils bénéficient, de manière égale, des avantages financiers inhérents aux modifications de contrôle. Le législateur met tout en œuvre pour éviter que l'acquéreur du contrôle et la majorité des actionnaires de la société visée ne s'entendent au détriment des actionnaires minoritaires et il fait en sorte qu'en principe, l'éventuelle « *sortie* » du capital de la société ait lieu, pour tous, dans les mêmes conditions.

13. La préoccupation d'égalité « réelle » du législateur paraît, de prime abord, d'ordre moral mais elle relève également de la stratégie et du pragmatisme. Cette égalité « externe » se révèle être une notion structurelle du marché des valeurs mobilières. Le passage d'une « économie d'endettement » à une « économie de capitaux propres » place le marché au centre de la vie des grandes sociétés au moment où le pourcentage de personnes vivant des revenus de l'épargne s'accroît. Aussi bien, l'égalité « externe » n'est réellement consacrée dans toute son ampleur qu'au profit des actionnaires des sociétés dont le fonctionnement nécessite les apports des épargnants. Le législateur tend, non seulement à moraliser les transactions boursières, mais aussi — et surtout — à préserver la confiance des investisseurs, à encourager la loyauté des intervenants sur les marchés boursiers, à assurer le dynamisme et l'efficacité de ces marchés et à favoriser la capitalisation des sociétés commerciales. L'égalité est également un outil offert aux apporteurs de capitaux pour simplifier leurs comportements stratégiques.

Quant à la réglementation des prises de contrôle, l'exigence d'une égalité « externe » semble forcée, construite, voire artificielle, puisque, dans le cours normal des affaires, cette égalité de traitement « externe » est constamment affectée par des variables exogènes : les actionnaires achètent et vendent à des moments et à des prix différents. Si, en dehors des hypothèses légales de prises de contrôle, des tiers offrent exclusivement à certains actionnaires un prix avantageux pour leurs actions, il n'y a là, en principe, rien de répréhensible puisqu'il s'agit de marchés extérieurs à la société et gouvernés par des pouvoirs de négociation d'intensités diverses. Le législateur se fonde sur l'équité corrective dans la mesure où il veut éviter que certains actionnaires ne recherchent des profits égoïstes grâce, au moins partiellement, aux investissements consentis par d'autres.

14. Même dans ce contexte, l'égalité des actionnaires n'est pourtant pas pleinement épanouie. Elle demeure, quels que soient les efforts du législateur, une égalité relative dans la mesure où, s'il est vrai que la société est légalement tenue de fournir à chaque investisseur des informations identiques, la loi ne parviendra jamais à combler l'écart séparant l'investisseur professionnel de l'épargnant, que les progrès de la technique creusent toujours davantage. L'égalité de prix est ambiguë et paradoxale car il y va d'une « égalité de sortie », qui s'apparente à la notion de « concours » entre créanciers, et non de l'égalité qualitative censée unir les actionnaires qui exercent leurs droits tout en contribuant au fonctionnement régulier de la société. Cette égalité « in extremis » permet aux actionnaires ayant subi, en vain, des inégalités de se sauver en « votant avec leurs pieds » et aux actionnaires volages uniquement attirés par le « money-appeal » des sociétés de prendre leurs jambes à leur cou.

Même si un tel régime permet l'enrichissement exclusif de ceux qui quittent la société, j'ai plaidé pour que les actionnaires réellement « *opprimés* » puissent se retirer de la société à des conditions équitables. Mais il faut éviter qu'une obligation générale et inconditionnelle de rachat mise à charge du cessionnaire du contrôle ne rende trop onéreuses des cessions nécessaires pour réaliser une allocation optimale des ressources dans les activités économiques. La mise en œuvre de cette égalité réelle doit dès lors être partiellement soumise à l'appréciation d'une autorité administrative indépendante et demeurer d'interprétation stricte car elle a été consacrée moins par l'octroi de privilèges que par la reconnaissance d'intérêts destinés à promouvoir l'efficacité et le dynamisme du marché des capitaux.

SECTION VI. — QUESTIONS D'ÉQUILIBRE

Sous ce titre, je distinguerai l'équilibre entre l'égalité « *interne* » et l'égalité « *externe* », l'équilibre entre la défection et la prise de parole ainsi que l'équilibre des intérêts.

15. A l'origine, le droit des sociétés est fondé sur un principe d'égalité formelle alors que le droit financier est censé être inégalitaire dans la mesure où, d'une part, il régit des opérations d'achat et de vente dont les conditions varient au cours du temps et, d'autre part, ceux qui y sont soumis spéculent et rivalisent pour réaliser les plus-values les plus importantes. Aujourd'hui, le droit des sociétés concède une marge de liberté accrue aux organes des sociétés, à leurs fondateurs et à leurs actionnaires afin de créer des inégalités alors que le droit financier repose sur un principe fort d'égalité entre investisseurs. Il y va d'une sorte de hiérarchie entre l'intérêt des actionnaires et l'intérêt du marché : le principe d'égalité « *interne* » est commun à toutes les sociétés anonymes tandis que le principe d'égalité « *externe* » est réservé aux sociétés faisant appel public à l'épargne et aux sociétés cotées.

La globalisation financière, l'avènement du capitalisme patrimonial et l'entrée des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés anonymes imposent d'y promouvoir l'égalité réelle là où son expansion promeut l'intérêt général tout en servant les intérêts particuliers des actionnaires et d'accepter les dérogations à l'égalité formelle pour rencontrer les besoins des sociétés. La tolérance dont bénéficient, en droit des sociétés, les dérogations à l'égalité interne est compensée par les impératifs catégoriques du droit financier, qui traite de la même façon, d'une part, les actionnaires actuels et les investisseurs et, d'autre part, des actionnaires pourtant placés juridiquement et temporellement dans des situations différentes.

J'ai relevé que l'existence de cette égalité « *externe* » incite les organes des sociétés anonymes faisant publiquement appel à l'épargne à mieux gérer les fonds qui leur sont confiés. Puisque la visibilité de leurs décisions est plus grande et la sanction du marché plus sévère et plus rapide, ils sont enclins à n'apporter à l'égalité « *interne* », d'une main tremblante, que des dérogations dûment justifiées par l'intérêt social. En effet, la perspective que des actionnaires mécontents puissent vendre leurs actions au plus offrant, dans le cadre d'offres publiques d'acquisition, incite les dirigeants et les actionnaires dominants de ces sociétés à traiter les actionnaires minoritaires, « *comme* » des égaux, et à promouvoir leur égalité de parole en leur permettant de participer utilement aux délibérations.

16. Au moment où la majorité des citoyens de plusieurs pays occidentaux deviennent — directement ou indirectement — actionnaires, on constate que, de la même manière que l'égalité des citoyens tend à se réduire aujourd'hui en une pure forme ou à se transformer en une revendication d'égalité sociale et économique, l'égalité entre actionnaires est confinée en une égalité formelle limitée ou se mue en une revendication d'égalité spéculative quant aux informations et au prix. Or, même si l'idéal d'égalité effective est louable, il demeure que, comme cela risque d'être le cas dans une démocratie providentielle, la recherche prioritaire de l'égalité réelle tend à affaiblir la communauté des actionnaires.

Le régime légal des prises de contrôle constitue souvent la « *Providence* » des actionnaires minoritaires, qui ne valorisent pas assez leur « *égalité de parole* ». L'attitude de certains actionnaires par rapport à l'exercice de leurs droits « *politiques* » me fait penser au comportement de l'homme, stigmatisé par Sartre, face à l'angoissante responsabilité de l'exercice de son infinie liberté. Les actionnaires manquent d'ego : ils tentent d'échapper à leurs responsabilités d'acteurs de la vie sociétaire soit par la « *mauvaise foi* », qui consiste à nier leur liberté ou à s'abstenir d'en faire usage, soit par l'« *esprit de sérieux* », qui feint de croire à la transcendance des valeurs et en surestime la portée.

J'ai plaidé, d'une part, pour que les actionnaires fassent davantage usage de cette « *égalité de parole* » et participent aux procédures délibératives organisées au sein des sociétés anonymes et, d'autre part, pour que le législateur et les rédacteurs de statuts simplifient les formalités d'accès aux assemblées générales, les rendent plus attractives quant au fond et à la forme, perfectionnent les structures délibératives et mettent en œuvre les moyens technologiques propices au dialogue.

Les recommandations de « *corporate governance* » prônent la communication et la transparence, afin d'égaliser les savoirs, et elles encouragent les ini-

tatives visant à « *revitaliser* » les assemblées générales. Malgré leurs différences de pouvoir, les actionnaires devraient être incités à exercer leurs droits d'intervention et de surveillance avec assiduité et clairvoyance. Serait ainsi renforcée, dans leur chef, le sentiment d'appartenance à une institution, qui est le fondement d'une égalité bien comprise, et serait ravivée la conscience de l'intérêt collectif s'estompant, de nos jours, sous le voile de l'avantage personnel immédiat.

17. La raison d'être de la société anonyme, véritable machine du capitalisme moderne, est assurément de créer de la richesse par l'exercice d'une activité économique. Inscrivant son action dans un environnement concurrentiel, elle doit être efficiente pour contribuer à l'enrichissement de ses actionnaires et satisfaire l'ensemble de ses partenaires. Cette ambition ne saurait cependant être atteinte si la structure interne de la société anonyme ne peut être adaptée rationnellement à ses besoins organisationnels comme peuvent l'être sa gestion, ses produits et sa politique commerciale. Néanmoins, il ne s'agit pas de remplacer un dogme démocratique par un dogme économique et de substituer sans nuance la contrainte de l'efficacité économique à celle de l'égalité.

Il me semble souhaitable que la liberté retrouvée grâce à la pondération des prétentions égalitaires soit réelle et, partant, ne soit pas exercée dans la finalité exclusive de maximiser le profit à court terme des actionnaires. Le privilège de la responsabilité limitée concédé, en son temps, aux actionnaires par l'Etat était destiné à améliorer le bien-être de la population toute entière. Dès lors, les sociétés anonymes doivent, selon moi, assumer une responsabilité sociétale, ce qui implique qu'elles ne se soumettent pas aveuglément à l'évaluation financière de la « *shareholder value* » et du « *return on equity* ». La société anonyme doit revendiquer son autonomie à l'égard de ses créateurs et optimiser ses profits au lieu de les maximiser.

La société anonyme contemporaine doit former une coalition coopérative avec ses partenaires au sens large qui, ayant tous intérêt à la continuité de la société, sont unis par une « *complicité objective* » et vont préférer coopérer plutôt que de subir les coûts liés aux conflits susceptibles de les opposer. Dans ce système de coopération, un équilibre des intérêts est recherché en permanence davantage que le respect inconditionnel de l'égalité entre les seuls actionnaires. En d'autres termes, une forme d'égalité unirait l'ensemble des partenaires car leurs enjeux doivent être en équilibre. Si les intérêts d'une des catégories de « *stakeholders* » sont négligés par les organes de la société anonyme, s'ils ne sont pas « *internalisés* », ce groupe de « *détenteurs d'enjeux* » suscitera des conflits nuisibles pour l'ensemble des partenaires. En effet, depuis 1993, « *tout intéressé* » peut, aux termes de l'article 178 du Code des sociétés, demander la nullité des décisions d'une assemblée géné-

rale sur détournement de pouvoir, en vertu du principe de proportionnalité, si, malgré sa conformité à l'intérêt des actionnaires, cette décision méconnaît excessivement les intérêts satellites à celui de la société. Afin que la société anonyme tienne compte des intérêts de l'ensemble de ses partenaires, il serait souhaitable, d'une part, que ses organes soient les lieux privilégiés de dialogue entre ses partenaires « *internes* » et, d'autre part, que des mécanismes de prise de parole et de consultation alternatifs soient, autant que possible, mis en place à l'intention de ses partenaires « *externes* ». Le droit des sociétés doit élaborer des règles de coexistence entre « *stakeholders* » afin d'organiser ce qu'il y a de commun dans la tension permanente entre leurs intérêts.

CONCLUSIONS

18. La question de savoir si l'égalité entre actionnaires est une réalité ou un mythe est, en définitive, mal posée. L'égalité entre actionnaires conserve, en tout état de cause, la force évocatrice attachée au mythe. Tel un mythe, l'égalité constitue, dans la société anonyme, une représentation de son fonctionnement et de ses actionnaires qui est déformée et amplifiée par l'imagination collective. Tel un mythe, l'égalité entre actionnaires est une construction de l'esprit dont les fondations trouvent leur stabilité dans une parcelle de vérité. Tel un mythe, elle consiste en une image idéalisée que les sociétés anonymes elles-mêmes, leurs dirigeants, leurs actionnaires et ceux qui les observent semblent accepter. Et l'on ne peut nier que cette image joue un rôle important dans les décisions des organes, dans les comportements et les aspirations des actionnaires ainsi que dans l'appréciation qui en est faite par les cours et tribunaux. L'égalité entre actionnaires est également une réalité contrastée, une vérité nuancée : elle existe dans certaines circonstances qu'il faut s'empressement de préciser, mais elle n'est pas, loin s'en faut, la seule réalité. S'il y a bien une part de nécessité dans le point de vue égalitaire, il existe d'autres points de vue qui ne sont pas moins pertinents, tels que ceux de la liberté et de l'efficacité.

A l'évidence, ce n'est pas parce qu'ils sont intrinsèquement égaux que les actionnaires ont les mêmes droits, c'est dans la stricte mesure où ils possèdent les mêmes droits qu'ils sont égaux. Ils doivent, malgré leurs différences de pouvoir et d'implication dans la société anonyme, se traiter réciproquement et être traités par les organes « *comme* » des égaux, avec une « *égale attention et un égal respect* », selon l'expression de Dworkin.

En observant la réalité économique des sociétés anonymes et en conciliant les principes de liberté et d'égalité, il est possible d'ériger une construction harmonieuse du couplage structurel « *droit — économie* ». Le principe

d'égale liberté doit être supérieur à celui d'égalité. L'égalité ne doit, selon moi, être promue, au sein des sociétés anonymes, que si elle contribue à leur efficience, ce qui implique un équilibre évolutif entre les intérêts en présence. L'exercice de leurs droits fondamentaux ne peut, sauf à sanctionner un comportement fautif, être refusé aux actionnaires. Certains droits et certains privilèges doivent être *a priori* accessibles à tous les actionnaires soit parce qu'ils augmentent leur participation, soit parce qu'ils remplissent les conditions stipulées. Aussi longtemps que les dérogations à l'égalité sont justifiées soit par des critères de relevance objectifs, soit par l'intérêt social, il convient de permettre aux actionnaires et aux organes d'aménager à leur guise, en respectant les limites légales, les variations du capital, la cessibilité des titres, l'exercice du droit de vote, la représentation des actionnaires au sein du conseil d'administration.... La conformité à l'intérêt social indique, en effet, que les inégalités sont susceptibles de profiter — directement ou indirectement — aux actionnaires en position d'infériorité. Afin de ne pas entraver inutilement la liberté de gestion des organes, la démonstration d'une rupture d'égalité devrait, en outre, constituer la condition première de mise en cause de la légitimité des décisions de l'assemblée générale avant tout examen de leur conformité à l'intérêt social. En revanche, lorsque l'égalité est légalement fondée sur l'équité afin de structurer les marchés financiers, tout pouvoir d'y déroger doit être réservé aux autorités administratives indépendantes.

La liberté, l'efficacité et l'égalité sont au cœur du système « *droit* » et du système « *économie* » entre lesquels les interactions sont indispensables. Il s'impose donc de les promouvoir en équilibre : « *le capitalisme et la démocratie font une bien étrange alliance mais ils sont inséparables : c'est qu'ils ont besoin l'un de l'autre pour mettre un peu de rationalité dans l'égalité et d'humanité dans l'efficacité* » (A. OKUN, in *Equality and efficiency : the big tradeoff*).