



CENTRE DE PHILOSOPHIE DU DROIT

**Centre Perelman de Philosophie du Droit**

**Université Libre de Bruxelles**

<http://www.philodroit.be>

**La notion restrictive de l'intérêt social à travers la notion de « shareholder primacy » est-elle reçue et fondée en droit belge ?**

**Série des Workings Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit  
n°2012/05**

### **Comment citer cette étude?**

Nicolas Delvigne, *La notion restrictive de l'intérêt social à travers la notion de « shareholder primacy » est-elle reçue et fondée en droit belge ?* Working Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit, 2012/05, <http://www.philodroit.be>

# Mémoire

---

La notion restrictive de l'intérêt social à travers la notion de « shareholder primacy » est-elle reçue et fondée en droit belge ?

Nicolas Delvigne  
Promoteur : Professeur Benoît Frydman

## **Remerciements**

Je tiens à remercier Monsieur le Professeur Benoît Frydman qui m'a permis de pouvoir réaliser mon mémoire sous sa direction. Je le remercie pour le temps qu'il m'a consacré ainsi que pour ses conseils avisés, particulièrement au sujet de la dimension dialectique de mon mémoire et pour son soutien tout au long de celui-ci.

Je remercie également Monsieur le Professeur Xavier Dieux pour m'avoir fait découvrir le sujet de mon mémoire lors de son cours magistral de droit commercial et pour sa participation à mon mémoire en tant que second lecteur.

## Table des matières

<b>I. Introduction</b> .....	6
<b>II. Définition et origines de la notion de « shareholder primacy »</b> .....	8
II.1. Définition de la notion de « shareholder primacy » .....	8
II.2. Origines de la notion de « shareholder primacy » .....	9
II.2.1. Le débat Adolf Berle - Merrick Dodd .....	9
II.2.2. Le courant «Law & Economics» .....	13
II.2.3. La théorie néolibérale .....	16
<b>III. L'analyse critique de la notion de « shareholder primacy »</b> .....	19
III.1. La théorie des droits de propriété .....	19
III.2. L'hypothèse de la créance résiduelle .....	21
III.3. La théorie du contrat complet .....	25
III.4. La théorie de l'agence .....	27
III.5. La théorie des devoirs fiduciaires .....	34
III.6. Théorie « Law and Finance » .....	38
III.7. Les marchés financiers .....	43
III.7.1. Le marché financier en tant que mode alternatif de financement de l'économie..	44
III.7.2. L'hypothèse du marché efficient .....	45
III.7.3. Les différents types d'actionnaires .....	50
III.7.4. Le marché financier en tant que contrôleur externe des sociétés .....	52
III.8. La critique ponctuelle .....	57
III.8.1. Le contexte .....	57
III.8.2. La loi du 2 juin 2010 introduisant un article 57 bis dans la loi bancaire de 1993.	60
<b>IV. La notion de « shareholder primacy » en droit belge</b> .....	61
IV.1. Les différentes définitions doctrinales de l'intérêt social .....	61
IV.1.1. La définition restrictive .....	61
IV.1.2. La définition entrepreneuriale .....	64
IV.2. Les applications de l'intérêt social .....	69
IV.2.1. Le Code des sociétés .....	69

IV.2.2. La jurisprudence .....	73
IV.2.2.1. Tendance générale .....	73
IV.2.2.2. L’affaire « Fortis » .....	77
IV.2.2.2.1. Les faits .....	77
IV.2.2.2.2. Le litige.....	78
IV.2.2.2.2.1. La Présidente du Tribunal de commerce de Bruxelles.....	78
IV.2.2.2.2.2. La Cour d’appel de Bruxelles et la Cour de cassation .....	80
IV.2.2.2.3. Observations .....	83
IV.2.3. Le Code Daems .....	84
<b>V. Conclusion.....</b>	<b>87</b>
<b>VI. Bibliographie.....</b>	<b>89</b>

## I. Introduction

En 2001, Hansmann et Kraakman, professeurs de droit respectivement à la Yale Law School et à l'Université d'Harvard, écrivaient dans leur article intitulé « *The End of History of Corporate Law* »<sup>1</sup> que le débat sur le gouvernement d'entreprise s'était clôturé par le triomphe du modèle en faveur de la primauté de l'actionnaire ou « shareholder primacy » sur ses concurrents et en particulier sur le modèle en faveur de toutes les parties prenantes de l'entreprise ou « stakeholder oriented model ». Ils justifiaient ce triomphe par la supériorité économique des Etats-Unis sur les économies européennes et japonaise à partir des années septante lorsque les sociétés américaines ont abandonné le système managérial pour le modèle de la primauté de l'actionnaire<sup>2</sup>.

Cependant, cette affirmation peut être aujourd'hui sérieusement remise en question. En effet, le début du 21<sup>ème</sup> siècle a connu de nombreuses crises qui ont montré que la croissance importante des marchés boursiers pendant les années nonante était due pour une part significative à une bulle financière<sup>3</sup>. De plus, les années deux mille ont connu de nombreux scandales financiers dont la faillite retentissante d'Enron aux Etats-Unis<sup>4</sup> qui ont montré que les marchés financiers en plus de ne pas être toujours efficaces étaient hautement susceptibles de manipulations<sup>5</sup>. D'autre part, certaines pratiques comptables à l'origine de ces scandales ont aussi été considérées comme endémiques au modèle de gouvernance de la primauté de l'actionnaire<sup>6</sup>.

Mais c'est sans conteste, la crise de 2008 qui nous amène à revenir sur le débat à propos du gouvernement d'entreprise. En effet, pendant cette année, le monde a connu une crise bancaire<sup>7</sup>, financière<sup>8</sup> et économique<sup>9</sup> sans précédent qui trouve son origine aux Etats-Unis<sup>10</sup>. Cependant, selon certains, la crise dite « des *subprimes* » n'en est qu'un symptôme et non la

---

<sup>1</sup> HANSMANN, H., et KRAAKMAN, R., « The End of History of Corporate Law », *Georgetown LJ*, 2001, Vol. 89, p. 439.

<sup>2</sup> IRELAND, P., « Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth », *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, pp. 73-74.

<sup>3</sup> *Ibid.*, pp. 73-74.

<sup>4</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 11.

<sup>5</sup> IRELAND, P., *op. cit.*, pp. 73-74.

<sup>6</sup> *Ibid.*, pp. 73-76.

<sup>7</sup> DEMBOUR, P., « Réflexions d'après crise : quelle finalité pour l'entreprise ? Que penser des exigences des banques en matière de ROE ? », *Revue ban. et fin.*, 2010/4, p. 230.

<sup>8</sup> FRANKIGNOUL, L., « La crise bancaire de 2008, de Cleveland à Bruxelles », *R.F.D.L.*, 2009/4, p. 601.

<sup>9</sup> VERHOFSTADT, G., *Sortir de la crise- Comment l'Europe peut sauver le monde*, Bruxelles, André Versaille, 2009.

<sup>10</sup> FRANKIGNOUL, L., *op. cit.*, p. 601.

cause<sup>11</sup> et elle s'est accompagnée d'une crise du gouvernement d'entreprise<sup>12</sup>, en particulier celui des sociétés cotées et des banques<sup>13</sup>.

Ceci nous amène à nous interroger sur le gouvernement d'entreprise actuel<sup>14</sup>. Selon une étude menée par J. Rose, professeur de comptabilité à l'Université Texas A&M, les administrateurs de sociétés favorisent la valeur actionnariale vis-à-vis des valeurs éthiques et du bien-être social (environnemental et humain) parce qu'ils pensent avoir une obligation légale de poursuivre la maximisation de la valeur actionnariale en vertu du droit des sociétés<sup>15</sup>.

Ce constat nous amène à vérifier l'existence de cette obligation légale dans le droit belge des sociétés. Nous allons ainsi nous demander si la notion de « shareholder primacy » ou de primauté de la valeur actionnariale que sous-entend cette obligation est reçue et fondée en droit belge des sociétés. Nous limiterons cependant notre étude au droit des sociétés cotées parce que le cadre théorique et les sources pertinentes notamment en droit anglo-saxon, se focalisent sur ce type de sociétés.

En droit belge des sociétés, la notion de « shareholder primacy » s'identifie à la notion restrictive d'intérêt social défendue par une certaine doctrine<sup>16</sup> qui impose que la société soit gérée principalement, voire exclusivement, dans l'intérêt des actionnaires. A l'inverse, une autre doctrine<sup>17</sup> défend une notion entrepreneuriale de l'intérêt social selon laquelle la société doit être gérée en tenant compte de l'intérêt de toutes ses parties prenantes.

---

<sup>11</sup> PACCES, M., « Consequences of Uncertainty for Regulation: Law and Economics of the Financial Crisis », *E.C.F.R.*, 2010/4, pp. 490-491.

<sup>12</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 11 ; VAN DER ELST, C., « Belgian Bank Governance before and after the Financial Crisis », *TILEC*, Discussion paper n° 2010-007 et *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 006/2010, 11 février 2010, p. 2; WYMEERSCH, E., « Corporate governance after the crisis: what was broken, what needs to be mended », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-03, p.1.

<sup>13</sup> DEMBOUR, P., « Réflexions d'après crise : quelle finalité pour l'entreprise ? Que penser des exigences des banques en matière de ROE ? », in *Revue ban. et fin.*, 2010/4, p. 230.

<sup>14</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 295.

<sup>15</sup> ROSE, J., « Corporate Directors and Social Responsibility: Ethics versus Shareholder Value », *Journal of Business Ethics*, 2007, Vol. 73, pp. 319-331.

<sup>16</sup> FRANCOIS, A., *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht – Inhoud & grondslagen*, INTERSENTIA Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1999 ; GLANSDORFF, B., « Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés (en ce compris les entreprises en difficulté) », in *L'entreprise économique sous « tutelle » judiciaire?*, Créadif, 1989 ; HEENEN, J., « L'intérêt social », in *Liber amicorum Paul De Vroede*, tome II, Diegem, Kluwer, 1994, pp. 891-899 ; LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens = sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, pp. 217-248; NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 229 et s.

<sup>17</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 643-691 ; DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in

Nous soutenons la thèse que la notion restrictive de l'intérêt social qui s'exprime à travers la notion de « shareholder primacy » n'est ni reçue ni fondée en droit belge.

Notre démonstration comportera trois parties. Nous nous interrogerons tout d'abord sur les origines philosophiques de la notion de « shareholder primacy » (*infra II.*). Ensuite, nous présenterons les principaux fondements économiques et juridiques de cette notion et leur critique en nous référant à la littérature anglo-saxonne, belge et française (*infra III.*). Pour terminer, nous examinerons la réception de la notion de « shareholder primacy » en droit positif belge dans le cadre de la controverse sur l'intérêt social (*infra IV.*). Nous limiterons notre analyse aux articles, dispositions et décisions pertinents au sein de la doctrine, du Code des sociétés, de la jurisprudence et du Code Daems.

## II. Définition et origines de la notion de « shareholder primacy »

Dans cette première partie, nous définirons la notion de « shareholder primacy » et en développerons ses origines philosophiques.

### II.1. Définition de la notion de « shareholder primacy »

La notion de « shareholder primacy » ou primauté de l'actionnaire est un modèle de gouvernance selon lequel « *l'augmentation de la valeur actionnariale ou « shareholder value » est l'objectif [principal, voire] exclusif, de la conduite des affaires sociales par le management [d'une société cotée en particulier]* »<sup>18</sup>. Ce modèle de gouvernance justifie que les actionnaires soient dotés des moyens appropriés pour contrôler et sanctionner efficacement le management tant dans l'ordre externe ou « *The Wall Street Rule* » (*infra III.7.4.*) que dans l'ordre interne par l'exercice de leurs pouvoirs au sein de l'assemblée générale ou par celui de prérogatives individuelles<sup>19</sup>.

---

*Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 107- 137 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 1 ; VAN OMMESLAGHE, P., et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 723 à 817 ; VAN OMMESLAGHE, P., « L'acquisition du contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurances*, Bruxelles, Larcier, 1994 ; POTTIER, E., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours, sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 18 avril 2002 sur « Les conflits entre actionnaires et les situations de blocage »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2002.

<sup>18</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 109-110.

<sup>19</sup> *Ibid.*, p. 110.

## II.2. Origines de la notion de « shareholder primacy »

Nous allons tout d'abord analyser le débat entre les professeurs de droit Adolf Berle et Merrick Dodd, respectivement de la Columbia Law School et de l'Université d'Harvard, qui est à l'origine de la notion de « shareholder primacy » (*infra II.2.1.*). Nous poursuivrons par la présentation du courant « Law & Economics » qui tend à donner une légitimité scientifique à la notion de « shareholder primacy » (*infra II.2.2.*). Nous terminerons par l'examen de la théorie néolibérale qui constitue le cadre philosophique dans lequel cette notion s'est développée (*infra II.2.3.*).

### II.2.1. Le débat Adolf Berle - Merrick Dodd

La naissance de la notion de « shareholder primacy » se situe durant les années trente aux Etats-Unis lors d'un débat historique<sup>20</sup> entre les professeurs Adolf Berle et Merrick Dodd concernant la politique économique qui sera appliquée par le président américain Franklin Roosevelt et appelée « New Deal »<sup>21</sup>.

La cause de cette crise appelée « la Grande Dépression » résidait, selon les économistes de l'époque, dans les instabilités inhérentes au système capitaliste<sup>22</sup> ce qui a amené les pouvoirs publics à agir. Afin de réduire ces instabilités, le candidat à la présidence américaine, Franklin Roosevelt, a manifesté la volonté de substituer la conception corporatiste à la conception pluraliste<sup>23</sup>. Cette dernière prend en compte les comportements individuels des citoyens dans le calcul du bien-être des politiques concernant les sociétés alors que la première considère les sociétés comme des institutions qui doivent respecter et encourager un intérêt public qui leur est imposé par le gouvernement<sup>24</sup>. Berle et Dodd se sont opposés quant à la définition de cet intérêt public. Berle est généralement présenté comme le précurseur de la notion de « shareholder primacy » et Dodd comme celui de la notion de « corporate social responsibility »<sup>25</sup>. Cependant, nous verrons que ces affirmations doivent être nuancées.

---

<sup>20</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, pp. 647 à 648.

<sup>21</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 102; REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants: 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 5.

<sup>22</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 102; REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 4.

<sup>23</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 102.

<sup>24</sup> *Ibid.*, p. 102.

<sup>25</sup> *Ibid.*, p. 101.

Le débat commence en 1931 par la publication de l'article « *Corporate Powers as Powers in Trust* »<sup>26</sup> par Berle associé à l'économiste Gardiner Means. Dans cet article, Berle a affirmé que l'intérêt des actionnaires est l'intérêt public que les sociétés doivent respecter<sup>27</sup>. Au nom de l'intérêt des actionnaires, Berle a défendu un contrôle judiciaire de la gestion des sociétés<sup>28</sup>. En effet, Berle justifiait ce contrôle par la critique du système de l'autorégulation en se fondant sur les recherches de Means. Celles-ci ont montré que le pouvoir économique aux Etats-Unis était concentré entre les mains des dirigeants des 200 plus grandes sociétés<sup>29</sup>. Dans la théorie de Berle, les managers sont les *trustees* des actionnaires et ils ont un devoir fiduciaire d'exercer leurs pouvoirs de gestion au bénéfice de ces derniers<sup>30</sup>. Nous pouvons donc observer que la notion de « shareholder primacy » peut trouver sa théorisation dans cet article. Cependant, Berle fonde sa théorie sur des prémisses non démontrées, notamment que les managers sont les *trustees* des actionnaires et que ces derniers sont les propriétaires de la société<sup>31</sup>.

En 1932, Berle et Means ont publié l'ouvrage « *The Modern Corporation and Private Property* »<sup>32</sup> dans lequel ils ont affirmé que l'apparition des grandes entreprises a entraîné la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise<sup>33</sup>. En effet, la propriété est aux mains des actionnaires qui deviennent une masse de plus en plus dispersée par le biais du développement des marchés financiers alors que le contrôle appartient aux managers<sup>34</sup>. Cette séparation entraîne un renforcement des pouvoirs des managers et l'apparition de problèmes dits « d'agence » en raison de la divergence d'intérêts entre les propriétaires et les managers. Ces problèmes, concernant au premier plan les acteurs privés de la finance, sont devenus une préoccupation pour le gouvernement américain suite à l'inadaptation des mécanismes de

---

<sup>26</sup> BERLE A., « Corporate Powers as Powers in Trust », *Harvard Law Review*, 1931, Vol. 44, n° 7, p. 1049.

<sup>27</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, pp. 107-108.

<sup>28</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 107.

<sup>29</sup> *Ibid.*, p. 107; REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants: 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 5.

<sup>30</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 108.

<sup>31</sup> J. E. FISCH, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 647.

<sup>32</sup> BERLE, A., et MEANS, G., *The Modern Corporation and Private Property*, [1932], reprint New York, MacMillan Co., 1939.

<sup>33</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 119.

<sup>34</sup> *Ibid.*, p. 119.

limitation des pouvoirs des managers au sein des sociétés<sup>35</sup>. Ainsi, la propriété de la société n'est plus exclusivement jugée en termes de propriété privée mais touche à l'intérêt public<sup>36</sup>.

En outre, dans cet ouvrage, Berle a réaffirmé que la solution judiciaire permet de protéger l'intérêt des actionnaires notamment par les devoirs fiduciaires<sup>37</sup>. Cependant, dans le dernier chapitre intitulé « *The New Concept of the Corporation* », Berle a estimé que les droits de propriété des actionnaires devaient céder devant « *un système convaincant d'obligations communautaires* »<sup>38</sup>. Ces obligations communautaires qui s'imposent aux dirigeants de la société, les contraignent à élaborer un plan de gestion comprenant des salaires justes, une sécurité d'emploi pour les travailleurs, un service raisonnable pour les consommateurs et une stabilisation des affaires<sup>39</sup>. Ainsi, dans cette nouvelle vision du modèle du trust, les managers doivent une allégeance prioritaire à l'intérêt national et non plus au seul intérêt des actionnaires<sup>40</sup>. Nous voyons donc que Berle se distingue largement de la notion de « *shareholder primacy* » qu'il défendit un an plus tôt dans son article « *Corporate Powers as Powers in Trust* »<sup>41</sup>. Cependant, la postérité ne retiendra de Berle que la notion de « *shareholder primacy* »<sup>42</sup> en raison de la critique développée par Dodd contre l'article « *Corporate Powers as Powers in Trust* »<sup>43</sup>.

En 1932, Dodd publia l'article « *For Whom are Corporate Managers Trustees?* »<sup>44</sup> dans lequel il a soutenu que les managers d'une société devaient gérer la société en tenant compte des intérêts tant des employés, des consommateurs et du public en général que des actionnaires<sup>45</sup>. Ainsi les sociétés sont considérées comme des institutions sociales<sup>46</sup> qui ont une double fonction à la fois de service social et de création de richesses<sup>47</sup>. Les managers sont donc les *trustees* de la communauté et non des actionnaires<sup>48</sup>. A l'inverse de Berle, Dodd manifesta une confiance dans les managers et dans leur sens de la responsabilité

---

<sup>35</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 119.

<sup>36</sup> *Ibid.*, p. 120.

<sup>37</sup> *Ibid.*, p. 121.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p. 121.

<sup>39</sup> *Ibid.*, p. 121.

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 121.

<sup>41</sup> BERLE, A., « Corporate Powers as Powers in Trust », *Harvard Law Review*, 1931, Vol. 44, n° 7, p. 1049.

<sup>42</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 122.

<sup>43</sup> BERLE, A., *op. cit.*, p. 1049.

<sup>44</sup> DODD, M., « For Whom are Corporate Managers Trustees? », *Harvard Law Review*, 1932, pp. 1145 à 1156.

<sup>45</sup> J. E. FISCH, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 647.

<sup>46</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 124.

<sup>47</sup> J. E. FISCH, *op. cit.*, p. 647.

<sup>48</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 125.

professionnelle<sup>49</sup>. Il devint ainsi un défenseur du managérialisme<sup>50</sup>. Ce dernier est un modèle de gouvernance qui donne le pouvoir de contrôle des sociétés aux managers afin de sortir l'économie de la Grande Dépression<sup>51</sup>.

En réponse à cette critique, Berle publia l'article « *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note* »<sup>52</sup> dans lequel il qualifia la pensée de Dodd en faveur du pouvoir discrétionnaire des managers de « *pensée naïve (...) d'un académique dans une tour d'ivoire* »<sup>53</sup>. En effet, selon Berle, dans la pratique les managers dotés d'un pouvoir discrétionnaire maximaliseraient leur propre bien-être et non celui de l'institution<sup>54</sup>. De plus, juridiquement, il n'existe pas à charge des managers de devoirs fiduciaires vis-à-vis des employés, des créanciers et du public en général mais seulement vis-à-vis des actionnaires<sup>55</sup>.

En 1941, Dodd modifia sa position en publiant l'article « *The Modern Corporation, Private Property, and Recent Federal Legislation* »<sup>56</sup>. En effet, il retira sa confiance vis-à-vis des managers<sup>57</sup> en mettant en évidence que le manque de pouvoir de l'actionnariat dispersé sur le management eut pour conséquence dans les années trente que les managers pouvaient sans grand risque légal sacrifier l'intérêt des actionnaires à leur profit<sup>58</sup>. Sur base de ce constat, Dodd estima justifiées les lois fédérales sur la titrisation, à savoir le Securities Act de 1933 et le Securities Exchange Act de 1934, qui donnèrent aux actionnaires les protections légales qu'ils étaient incapables de se fournir à eux-mêmes<sup>59</sup>.

Ainsi, Berle et Dodd partagèrent l'idée que le marché devait être régulé afin de résoudre les problèmes dus à la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise. Mais ils

---

<sup>49</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 125.

<sup>50</sup> *Ibid.*, p. 147.

<sup>51</sup> *Ibid.*, pp. 125-128.

<sup>52</sup> BERLE, A., « For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note », *Harvard Law Review*, 1932, n° 45, p. 1365.

<sup>53</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 129.

<sup>54</sup> *Ibid.*, p. 129.

<sup>55</sup> J. E. FISCH, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *Journal of Corporation Law*, 2006, p. 647.

<sup>56</sup> DODD, M., « The Modern Corporation, Private Property, and Recent Federal Legislation », *Harvard Law Review*, 1941, Vol. 54, n° 6, p. 917.

<sup>57</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., *op. cit.*, p. 132.

<sup>58</sup> *Ibid.*, p. 133.

<sup>59</sup> *Ibid.*, p. 133.

divergèrent sur le moyen de cette régulation. En effet, Berle était en faveur d'une régulation judiciaire alors que Dodd était en faveur d'une intervention législative<sup>60</sup>.

En 1959, Berle mit fin à ce débat en reconnaissant que le droit des sociétés avait adopté la position de Dodd quant au pouvoir de discrétion laissé aux administrateurs pour gérer la société dans l'intérêt social au sens large<sup>61</sup>. En effet, à partir des années trente, bien que la notion de « shareholder primacy » ait été théorisée, le modèle du « managérialisme » régna<sup>62</sup>. Dans ce modèle, la compétence technique et le professionnalisme des managers légitimèrent leur contrôle de la société, étant les plus à même à sortir l'économie américaine de la Grande Dépression<sup>63</sup>. Néanmoins, l'essor du courant « Law & Economics » pendant les années soixante donna une légitimité scientifique à la notion naissante de « shareholder primacy ».

## II.2.2. Le courant «Law & Economics»

Le courant « Law & Economics » ou analyse économique du droit trouve son origine dans l'ouvrage du même nom de Commons, chef de file du courant institutionnaliste américain, publié en 1925<sup>64</sup>. Les économistes de l'Ecole institutionnaliste et les juristes de la *Sociological Jurisprudence* examinent tous deux les conflits sociaux d'intérêts antagonistes et considèrent le droit comme moyen de compromis et de régulation du capitalisme<sup>65</sup>.

Cependant, le véritable essor de l'analyse économique du droit intervient dans les années soixante sous l'impulsion de l'Ecole de Chicago<sup>66</sup> qui s'opposa radicalement à l'Ecole institutionnelle par sa conception non-interventionniste de l'Etat<sup>67</sup>. Cette Ecole s'est développée sous l'impulsion de Ronald Coase, futur Prix Nobel d'économie en 1991, qui publia en 1960 « *The Problem of Social Cost* »<sup>68</sup> et sous l'impulsion du juriste Richard

---

<sup>60</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 133.

<sup>61</sup> J. E. FISCH, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *Journal of Corporation Law*, 2006, p. 648.

<sup>62</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants: 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 4.

<sup>63</sup> TALBOT, L., « Of insane forms. From collectives to management controlled organisations to shareholder value organisation: Building societies a case study », *Journal of Banking Regulation*, 2010, vol. 11, 3, p. 227; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 11.

<sup>64</sup> FRYDMAN, B., *Le sens des lois*, 2<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2007, p. 496.

<sup>65</sup> *Ibid.*, p. 496.

<sup>66</sup> *Ibid.*, p. 497.

<sup>67</sup> *Ibid.*, p. 497 ; DAIGRE, J.-J., « Avant-propos », in *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. XII.

<sup>68</sup> FRYDMAN, B., *op. cit.*, p. 497.

Posner qui en consigna les principes dans son traité *Economic Analysis of Law*<sup>69</sup>. Aujourd'hui, ce courant s'est non seulement imposé aux Etats-Unis mais il s'est aussi fortement exporté dans le monde, notamment en Europe<sup>70</sup>.

L'objet de l'analyse économique du droit est d' « *anticiper et [d'] évaluer les effets de la norme juridique, tant sur les comportements individuels qu'au niveau de la communauté* »<sup>71</sup>. Pour ce faire, l'analyse économique du droit s'appuie d'une part, sur le paradigme du marché considéré comme l'état naturel d'organisation de la société<sup>72</sup> et d'autre part, sur deux prémisses : les droits sont des biens évaluables en argent<sup>73</sup> et les sujets de droit sont des *homo oeconomicus* c'est-à-dire qu'ils sont égoïstes, rationnels (ou maximisateurs) et prudents (ou ayant une aversion au risque)<sup>74</sup>. Il faut comprendre le paradigme du marché suivant la théorie de l'équilibre général selon laquelle « *dans un régime de concurrence parfaite, dans lequel les mécanismes de marché fonctionnent « sans frottement », la régulation des opérations par le seul mécanisme des prix permet d'atteindre un état d'équilibre* »<sup>75</sup> qui réalise un optimum de Pareto. L'optimum de Pareto est « *une répartition de ressources telle qu'aucune autre distribution ne permet d'enrichir un acteur sans en appauvrir au moins un autre* »<sup>76</sup>. Dans cette perspective idéale, la règle juridique serait donc inutile parce que la régulation par le marché permettrait d'arriver à une situation économiquement efficace, c'est-à-dire à une allocation optimale des ressources<sup>77</sup>. Cette analyse semble être confortée par le théorème de Coase selon lequel peu importe la manière dont les droits de propriété ont été distribués initialement, le libre jeu des transactions va tendre à l'allocation optimale des ressources à condition que les droits soient bien définis, que les coûts de transaction tendent vers zéro et que de trop grandes disparités de richesses n'existent pas entre les acteurs économiques<sup>78</sup>.

Cependant, dans le monde réel, la concurrence n'est pas parfaite et le coût des transactions n'y est pas nul<sup>79</sup>. Par conséquent, le droit qui est inutile dans un monde parfait devient décisif

---

<sup>69</sup> FRYDMAN, B., *Le sens des lois*, 2<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2007, p. 497.

<sup>70</sup> *Ibid.*, p. 498.

<sup>71</sup> MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 3.

<sup>72</sup> FRYDMAN, B., *op. cit.*, p. 501.

<sup>73</sup> *Ibid.*, p. 500.

<sup>74</sup> *Ibid.*, p. 499.

<sup>75</sup> *Ibid.*, p. 500.

<sup>76</sup> *Ibid.*, p. 500.

<sup>77</sup> *Ibid.*, p. 500.

<sup>78</sup> *Ibid.*, p. 501 ; MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *op. cit.*, p. 3.

<sup>79</sup> TALBOT, L., « Of insane forms. From collectives to management controlled organisations to shareholder value organisation: Building societies a case study », *Journal of Banking Regulation*, 2010, vol. 11, 3, p. 227; FRYDMAN, B., *op. cit.*, p. 502.

dans le monde réel parce que « *la plupart du temps, les acteurs ne seront pas en mesure de renégocier les droits alloués par les autorités* »<sup>80</sup>. Nous pouvons donc considérer que dans une certaine mesure, le droit contrôle l'économie<sup>81</sup>. Sur base de ce constat, l'analyse économique du droit va passer d'une approche descriptive à une approche normative en promouvant les mécanismes, les règles et les solutions juridiques qui conduisent à une situation plus efficace au sens du critère de Kaldor-Hicks<sup>82</sup>. Le critère d'efficacité de Kaldor-Hicks signifie qu'une distribution est plus efficace si l'enrichissement des uns est supérieur à l'appauvrissement des autres, indépendamment du fait qu'une compensation soit effectivement versée ou non<sup>83</sup>. Ainsi, « *la règle de droit va être considérée comme un moyen de réduire la distance entre ces deux mondes et sa légitimité se mesure à l'aune de cet objectif* »<sup>84</sup>. La règle juridique sera donc « *jugée utile (...) dans la mesure où elle encouragera ou imposera une solution efficace conforme à celle qui aurait prévalu dans une situation idéale de régulation par le marché* »<sup>85</sup>. Afin de réaliser cet objectif, le droit doit tout d'abord contribuer à abaisser le coût des transactions, notamment par des lois favorisant une plus grande transparence de l'information<sup>86</sup>. Ensuite, en cas d'échec du marché, c'est-à-dire lorsque le coût des transactions ne peut pas être abaissé suffisamment, le droit doit suppléer le marché « *en imposant d'autorité, à l'issue de la mise en balance objective des intérêts en présence, la solution conforme à l'équilibre optimal, qui aurait prévalu spontanément dans l'hypothèse idéale d'un fonctionnement efficace du marché* »<sup>87</sup>. Ainsi, bien que le droit soit nécessaire dans le monde réel, il n'interviendra de façon contraignante qu'en cas d'échec du marché.

Sur base du critère d'efficacité de Kaldor-Hicks, les partisans de la notion de « *shareholder primacy* » affirment que les sociétés cotées doivent être gérées principalement, voire exclusivement, dans l'intérêt des actionnaires afin que ces sociétés et le marché sur lequel leurs titres sont admis à la négociation soient les plus efficaces en maximisant le bien-être social global<sup>88</sup>. Le courant « *Law & Economics* » tend ainsi à fournir une légitimité

---

<sup>80</sup> FRYDMAN, B., *Le sens des lois*, 2<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2007, p. 503.

<sup>81</sup> *Ibid.*, p. 503.

<sup>82</sup> *Ibid.*, p. 503.

<sup>83</sup> *Ibid.*, p. 502.

<sup>84</sup> *Ibid.*, p. 504.

<sup>85</sup> *Ibid.*, p. 504.

<sup>86</sup> *Ibid.*, p. 504.

<sup>87</sup> *Ibid.*, p. 505.

<sup>88</sup> IRELAND, P., "Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth", *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, p. 49.

scientifique à la primauté de l'actionnaire<sup>89</sup> et en particulier, à l'intérêt des actionnaires du public dans une société cotée<sup>90</sup>. Cependant, le monde réel n'étant pas parfait, cette primauté devra être consacrée par du *hard law* (par exemple les lois) ou du *soft law* qui a la préférence des non-interventionnistes (par exemple les codes de *corporate governance*) afin de limiter l'asymétrie d'information et les autres coûts de transaction tels que les coûts d'agence<sup>91</sup> et de permettre ainsi au marché d'être efficace.

Néanmoins, cette fonction subsidiaire et supplétive du droit<sup>92</sup> est remise en cause par le courant « Law and Finance » qui met en évidence l'importance du droit, en particulier des règles protectrices des actionnaires, dans le développement des marchés financiers<sup>93</sup>.

Nous avons ainsi vu que le courant « Law & Economics » tend à donner une légitimité scientifique à la notion de « shareholder primacy » basée sur la notion économique d'efficacité. Une fois légitimée, la notion de « shareholder primacy » a été mise en œuvre à partir des années septante<sup>94</sup> par la théorie néolibérale que nous allons développer ci-après.

### II.2.3. La théorie néolibérale

Le modèle managérial a été contesté à partir des années septante essentiellement pour trois raisons<sup>95</sup>. Tout d'abord, le recours accru au marché financier par les entreprises en vue de leur financement a induit un phénomène de massification de l'actionnariat<sup>96</sup>. Cette massification a suscité une réflexion sur le rôle de l'actionnaire<sup>97</sup>. Ensuite, la technocratie des managers a été perçue de plus en plus comme une oligarchie, c'est-à-dire « *un gouvernement par un petit nombre d'individus qui se cooptent et qui accaparent le pouvoir entrepreneurial* »<sup>98</sup>. Enfin, la crise économique des années septante et certains scandales

---

<sup>89</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 109.

<sup>90</sup> DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, p. 58.

<sup>91</sup> MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, pp. 5-7.

<sup>92</sup> DE CORDT, Y., « Manuel de droit commercial », Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2009, p. 122.

<sup>93</sup> LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, pp. 3-27.

<sup>94</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 69.

<sup>95</sup> *Ibid.*, p. 133.

<sup>96</sup> *Ibid.*, p. 139 ; GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, pp. 371-372.

<sup>97</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 133.

<sup>98</sup> *Ibid.*, p. 133.

financiers retentissants<sup>99</sup> ont accéléré cette contestation en mettant à néant « *la source principale de la légitimité du gouvernement managérial* »<sup>100</sup>, à savoir l'efficacité et le professionnalisme managérial.

La théorie néolibérale vise à résoudre le problème de la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise mis en évidence par Berle et Means mais sans recourir à un contrôle judiciaire ou à une intervention législative dans la gestion des entreprises<sup>101</sup>. Un modèle économique pur a donc été élaboré<sup>102</sup>. Celui-ci est basé sur trois théories, à savoir la théorie des droits de propriété, la théorie du marché financier et la théorie de l'agence. La théorie des droits de propriété permet au modèle économique pur de restaurer le rôle de l'actionnaire en tant que propriétaire capitaliste<sup>103</sup>. En effet, l'actionnaire doit être considéré comme le créancier résiduel de l'entreprise parce qu'il ne reçoit de rétribution qu'en cas de réussite de l'entreprise<sup>104</sup>. Ainsi, l'actionnaire a un devoir économique d'agir sur l'entreprise parce que la maximisation de son intérêt coïncide avec la maximisation du profit de l'entreprise<sup>105</sup>. A l'inverse du système managérial, l'actionnaire n'est donc pas passif par nature<sup>106</sup> mais lorsque l'actionnariat est dilué, il est économiquement rationnel pour lui de rester passif<sup>107</sup>. En effet, les coûts de contrôle de l'entreprise sont disproportionnés par rapport aux bénéfices qu'il pourrait en retirer en raison de la taille de sa participation dans la société<sup>108</sup>. Quant à la théorie du marché financier<sup>109</sup>, celle-ci vise à combattre cette passivité économiquement rationnelle en conférant un rôle disciplinaire au marché financier<sup>110</sup>. En effet, les actionnaires peuvent contrôler de façon indirecte les sociétés en vendant ou achetant des titres<sup>111</sup>. Par leur vente, les actionnaires indiquent que la société est inefficace ou mal gérée alors que par leur achat, ils indiquent que la société est rentable<sup>112</sup>. Le cours de l'action est donc « *l'indicateur élémentaire et fondamental (...) [qui reflète] la performance économique future de*

<sup>99</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 144.

<sup>100</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 134.

<sup>101</sup> *Ibid.*, pp. 223-226.

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 226.

<sup>103</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, p. 247 ; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 226.

<sup>104</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, pp. 227-228.

<sup>105</sup> *Ibid.*, p. 228.

<sup>106</sup> *Ibid.*, p. 228.

<sup>107</sup> *Ibid.*, p. 229.

<sup>108</sup> *Ibid.*, pp. 228-229.

<sup>109</sup> *Ibid.*, p. 229.

<sup>110</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., *op. cit.*, p. 249.

<sup>111</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 230.

<sup>112</sup> *Ibid.*, p. 229.

*l'entreprise* [et l'évaluation de la gestion dirigée par les managers] »<sup>113</sup>. En ce qui concerne la théorie de l'agence<sup>114</sup>, celle-ci vise à démontrer que « *les managers ont eux-mêmes intérêt à définir leurs décisions de manière à maximiser le profit des propriétaires capitalistes* »<sup>115</sup>. Pour ce faire, la théorie de l'agence tend à aligner les intérêts privés des managers sur les intérêts des actionnaires et donc sur ceux de l'entreprise<sup>116</sup>, notamment par le recours aux mécanismes de bonus salarial en fonction de la performance de la société ou de *stock-options*<sup>117</sup>.

Ce modèle économique de la pensée néolibérale se veut pur dans la mesure où il ne justifie « *l'évaluation et la régulation du gouvernement des entreprises que par la performance économique finale* »<sup>118</sup>. C'est ainsi que Milton Friedman a écrit en 1970 que la seule responsabilité sociétale de l'entreprise était de faire du profit<sup>119</sup>.

La théorie néolibérale réinterprète donc la séparation de la propriété et du contrôle de la société en affirmant la légitimité du pouvoir actionnarial et en privilégiant la discipline de marché à la réglementation<sup>120</sup>. Le développement de l'intermédiation financière à partir des années quatre-vingt a entraîné un renforcement de la gouvernance actionnariale avec l'apparition d'investisseurs institutionnels qui jouent un rôle actif direct ou indirect sur la gestion des sociétés<sup>121</sup>.

Nous en avons ainsi terminé avec les origines de la notion de « *shareholder primacy* » qui, comme nous l'avons vu, résident tout d'abord, dans sa théorisation dans le débat entre Berle et Dodd sur le rôle des sociétés pour sortir l'économie américaine de la Grande Dépression, ensuite, dans l'analyse économique du droit qui tente de lui donner une légitimité scientifique et enfin, dans sa mise en œuvre par le modèle économique pur de la théorie néolibérale.

---

<sup>113</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 234.

<sup>114</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, pp. 247-249.

<sup>115</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 230.

<sup>116</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 145.

<sup>117</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., *op. cit.*, pp. 248-249; TALBOT, L., « Of insane forms. From collectives to management controlled organisations to shareholder value organisation: Building societies a case study », *Journal of Banking Regulation*, 2010, vol. 11, 3, p. 229.

<sup>118</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 238.

<sup>119</sup> FRIEDMAN, M., « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », in *New York Times Magazine*, September 13, 1970.

<sup>120</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants: 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 6 ; TALBOT, L., *op. cit.*, p. 229.

<sup>121</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 142 ; DRIVER C., « Varieties of Governance », *Recherches économiques de Louvain*, 2008/4, Vol. 74, pp. 437-438.

Il nous appartient maintenant de développer et de critiquer les fondements de la notion de « shareholder primacy ».

### III. L'analyse critique de la notion de « shareholder primacy »

#### III.1. La théorie des droits de propriété

La théorie néolibérale conçoit le droit de constituer une société comme un héritage du droit de propriété et de celui de conclure des contrats<sup>122</sup>. De plus, cette théorie considérant la société comme une extension légale de ses propriétaires<sup>123</sup>, la société doit être gérée dans l'intérêt exclusif de ceux-ci, à savoir les actionnaires<sup>124</sup>. Ces derniers sont considérés comme « *le[s] meilleur[s] garant[s] de la bonne gestion de l'entreprise puisqu'il en va de (...) [leur] propriété privée* »<sup>125</sup>. Par conséquent, les actionnaires doivent pouvoir influencer la gestion de la société en contraignant les managers à maximiser le profit de la société<sup>126</sup> c'est-à-dire le profit des actionnaires<sup>127</sup>. La logique que sous-entend cette théorie est que tout propriétaire d'une chose doit avoir des droits de contrôle sur celle-ci<sup>128</sup>. En outre, la qualification de l'intérêt des actionnaires en termes de droit de propriété est un puissant argument rhétorique<sup>129</sup>. En effet, « *la propriété a un sens d'absolutisme, de contrôle total et exclusif sur une chose* »<sup>130</sup>.

La théorie des droits de propriété permet ainsi de justifier que les actionnaires aient les moyens nécessaires pour contrôler les managers afin qu'ils gèrent la société en vue de la maximalisation de la valeur actionnariale. Cependant, cette théorie est contestable juridiquement et économiquement.

---

<sup>122</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, p. 247.

<sup>123</sup> *Ibid.*, p. 247.

<sup>124</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 113.

<sup>125</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 373.

<sup>126</sup> *Ibid.*, p. 373.

<sup>127</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 403.

<sup>128</sup> *Ibid.*, pp. 393-394.

<sup>129</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 649.

<sup>130</sup> GREY, T., « The Disintegration of Property », in *NOMOS XXII*, éd. Pennock & Chapman, 1980, at. 69 (traduction libre).

D'un point de vue juridique, la société est une entité séparée des actionnaires dotée de la personnalité juridique<sup>131</sup>. Par conséquent, les actionnaires ne sont pas propriétaires de la société elle-même ou de ses biens<sup>132</sup> mais seulement des actions de cette dernière<sup>133</sup>. Les actionnaires n'ont ainsi aucun droit pour exercer un contrôle sur les actifs de la société<sup>134</sup> et les seuls droits<sup>135</sup> qui leur sont reconnus sont des droits politiques comme le droit de vote à l'assemblée générale ou des droits financiers comme le droit aux dividendes<sup>136</sup>.

D'un point de vue économique, la propriété étant définie comme « *la détention simultanée des droits de décision et de contrôle résiduel* »<sup>137</sup>, les actionnaires ne peuvent pas être considérés comme « propriétaires » de la société parce que ceux-ci n'assument pas seuls le contrôle des dirigeants<sup>138</sup>. En effet, d'autres parties prenantes peuvent exercer un contrôle sur le management<sup>139</sup>, notamment les prêteurs qui par le biais de dispositions restrictives dans leur contrat de prêt peuvent s'assurer que le management gère correctement la société<sup>140</sup> ou encore les salariés qui bénéficient d'une part variable de leur salaire en fonction de la performance de la société<sup>141</sup>.

De plus, la qualité de « propriétaire » des actionnaires n'entraîne pas « *qu'il [soit] automatiquement légitime d'asservir le sort de l'entreprise à leurs intérêts au mépris des autres parties prenantes* »<sup>142</sup>.

Ainsi, l'argument selon lequel la qualité de propriétaire des actionnaires leur octroie le droit d'exiger que la société soit gérée exclusivement dans leur intérêt n'est pas fondé.

---

<sup>131</sup> DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, p. 14.

<sup>132</sup> *Ibid.*, p. 14 ; DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 117.

<sup>133</sup> STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, p. 1191.

<sup>134</sup> SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, p. 149; STOUT, L., *op. cit.*, p. 1191; REBÉRIOUX, A., « Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, pp. 87-88 ; DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 14.

<sup>135</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 14.

<sup>136</sup> REBÉRIOUX, A., « Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, p. 87.

<sup>137</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 14.

<sup>138</sup> STOUT, L., *op. cit.*, p. 1192.

<sup>139</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 403.

<sup>140</sup> *Ibid.*, p. 403.

<sup>141</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 658.

<sup>142</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 117; J. E. FISCH, *op. cit.*, p. 650; KEAY, A., *op. cit.*, pp. 393-394.

Par ailleurs, cette gestion exclusive peut aussi se baser sur l'hypothèse dite « de la créance résiduelle » qui vise à démontrer que « *les actionnaires sont les parties prenantes les plus efficaces pour assurer une orientation correcte de l'entreprise* »<sup>143</sup>.

### III.2. L'hypothèse de la créance résiduelle

L'hypothèse de la créance résiduelle a une double signification, l'une juridique et l'autre économique<sup>144</sup>.

Selon sa signification juridique, « *l'actionnaire est la seule des parties prenantes qui n'obtient pas de rémunération contractuelle de son investissement* »<sup>145</sup>. En effet, les actionnaires soumettent leurs apports aux aléas sociaux et ils ne recevront de rétribution de leurs investissements qu'en cas de profit dégagé par la société<sup>146</sup>. Les actionnaires sont ainsi les créanciers résiduels parce qu'ils sont les seuls à supporter le risque ultime d'entreprise<sup>147</sup>. Au contraire, les parties prenantes non actionnaires ont des créances contractuelles certaines (rémunération, intérêt,...) indépendamment des résultats de la société<sup>148</sup> et en cas de liquidation de la société, elles sont désintéressées prioritairement aux actionnaires<sup>149</sup>.

Selon la signification économique de cette hypothèse, les actionnaires n'étant susceptibles de recevoir une rétribution de leur investissement qu'après le paiement de toutes les créances certaines, si la valeur de la société est augmentée à créances certaines égales, la valeur actionnariale en sera augmentée proportionnellement<sup>150</sup>. Par conséquent, maximiser la valeur actionnariale est l'équivalent de maximiser la valeur de la société<sup>151</sup>. Les actionnaires ont

---

<sup>143</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 375.

<sup>144</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 656.

<sup>145</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 375.

<sup>146</sup> *Ibid.*, p. 375.

<sup>147</sup> STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, p. 1193; REBÉRIOUX, A., « Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, p. 88.

<sup>148</sup> STOUT, L., *op. cit.*, p. 1192; FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 656.

<sup>149</sup> FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 656.

<sup>150</sup> *Ibid.*, p. 658.

<sup>151</sup> *Ibid.*, p. 658; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 228.

ainsi un devoir économique de regard sur les affaires<sup>152</sup> afin d' « *exiger la maximisation du profit et éviter les erreurs de gestion* »<sup>153</sup>.

La primauté de l'actionnaire est donc un substitut partiel à la priorité dont jouissent les autres parties prenantes<sup>154</sup>.

Cependant, l'hypothèse de la créance résiduelle peut être critiquée pour plusieurs motifs.

Tout d'abord, les actionnaires ne sont pas les seuls créanciers résiduels et ils partagent le risque ultime d'entreprise avec les créanciers non privilégiés et les salariés de la société<sup>155</sup>. En effet, la société cotée étant à responsabilité limitée, les actionnaires ne supportent ce risque qu'à la hauteur de leurs apports<sup>156</sup> et les autres parties prenantes telles que les obligataires, les fournisseurs spécialisés et les travailleurs avec des compétences spécifiques à la société<sup>157</sup> en subissent les conséquences. De plus, les actionnaires peuvent limiter le risque de leurs investissements en diversifiant la composition de leur portefeuille de titres<sup>158</sup>. Enfin, la liquidité des marchés financiers permet aux actionnaires de sortir du capital d'une société de façon rapide avec peu ou sans perte de valeur<sup>159</sup>. A l'inverse, les salariés supportent un grand risque parce qu'ils investissent leur capital humain qui est un capital non diversifié et souvent spécifique et donc peu redéployable<sup>160</sup>. Il est de même pour le fournisseur qui livre des équipements spécifiques à la société<sup>161</sup>.

---

<sup>152</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 228.

<sup>153</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 375.

<sup>154</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 656.

<sup>155</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 378 et p. 402; DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 117.

<sup>156</sup> REBÉRIOUX, A., « Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, p. 89.

<sup>157</sup> DRIVER C., « Varieties of Governance », *Recherches économiques de Louvain*, 2008/4, Vol. 74, p. 431.

<sup>158</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 89 ; DENGLOS G., « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise » Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ?, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/2, n° 224-225, p. 105 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, p. 14.

<sup>159</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 89; KEAY, A., *op. cit.*, p. 399.

<sup>160</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 89 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, pp. 14-15.

<sup>161</sup> KEAY, A., *op. cit.*, p. 379; GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p.13.

Ensuite, l'argument selon lequel cette qualité de créancier résiduel implique que les actionnaires aient les moyens de contrôler les dirigeants est circulaire<sup>162</sup>. En effet, les actionnaires doivent avoir le pouvoir de contraindre les dirigeants parce qu'ils ont la plus grande motivation à l'exercer mais cette motivation ne leur est reconnue que dans la mesure où la société est gérée dans leur propre intérêt<sup>163</sup>. Par conséquent, ils n'ont cette motivation que s'ils ont les moyens de contraindre les managers<sup>164</sup>.

D'un point de vue juridique, le droit des sociétés traite les actionnaires comme des créanciers résiduels qu'en cas de faillite de la société<sup>165</sup>. Par conséquent, tant que la société est solvable, les actionnaires sont traités de la même façon que les créanciers qui ont une participation aux bénéfices ou les clients qui reçoivent une part des bénéfices sous forme de promotions ou de ristournes<sup>166</sup> parce que les actionnaires ne peuvent recevoir un dividende que si la société est en bénéfice<sup>167</sup>.

D'un point de vue économique, les actionnaires ne sont qu'un des groupes de créanciers résiduels de la société<sup>168</sup>. En effet, si la société est performante, son risque d'insolvabilité diminue ce qui entraîne une augmentation de la protection des obligataires et les employés bénéficient d'une plus grande sécurité d'emploi<sup>169</sup>. A l'inverse, lorsque la société est en difficulté, les risques de licenciement et d'insolvabilité augmentent<sup>170</sup>.

Par ailleurs, l'argument selon lequel en augmentant la valeur actionnariale de la société, les managers en augmentent sa valeur résiduelle n'est pas correct<sup>171</sup>. En effet, lorsque des parties prenantes autres qu'actionnaires sont aussi des créanciers résiduels, la maximisation de la valeur actionnariale n'augmente pas la valeur résiduelle qui revient à tous les créanciers résiduels mais n'attribue qu'une plus grande part de celle-ci aux actionnaires<sup>172</sup>.

---

<sup>162</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 378.

<sup>163</sup> *Ibid.*, p. 378.

<sup>164</sup> *Ibid.*, p. 378.

<sup>165</sup> STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, pp. 1193-1194.

<sup>166</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 658.

<sup>167</sup> STOUT, L., *op. cit.*, pp. 1193-1194.

<sup>168</sup> *Ibid.*, pp. 1194-1195; FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 658.

<sup>169</sup> STOUT, L., *op. cit.*, pp. 1194-1195.

<sup>170</sup> *Ibid.*, pp. 1194-1195.

<sup>171</sup> FISCH, J. E., *op. cit.*, pp. 658-660; STOUT, L., *op. cit.*, pp. 1196-1197.

<sup>172</sup> FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 660; STOUT, L., *op. cit.*, pp. 1196-1197.

En outre, l'hypothèse de la créance résiduelle qui implique que les droits de contrôle soient donnés aux actionnaires n'est pas adaptée au contexte économique et financier qui s'est développé à partir des années quatre-vingt<sup>173</sup>. Le phénomène de massification de l'actionnariat analysé *supra* a entraîné une diminution de la part que détient chaque actionnaire dans le capital d'une société cotée<sup>174</sup>. Cette diminution implique la réduction du gain marginal que l'actionnaire obtiendrait par le contrôle du management<sup>175</sup> et augmente ainsi le risque de *free riding* ou de passager clandestin<sup>176</sup>. En effet, plus la part détenue par un actionnaire dans le capital d'une société est faible, moins il a d'intérêt à contrôler le management de la société parce que le coût de contrôle sera fort élevé par rapport au bénéfice qu'il en retirera. Ensuite, avec le développement de l'intermédiation financière, les marchés financiers sont devenus très fluides et très actifs<sup>177</sup> ce qui permet aux actionnaires de vendre facilement leurs titres et d'en retirer un bénéfice sans attendre un hypothétique bénéfice annuel<sup>178</sup>. Cependant, pour pallier à ce problème, la théorie néolibérale a élaboré la théorie du marché financier qui sera présentée et critiquée *infra*.

Enfin, nous pouvons nous demander si, par le biais du marché financier, les actionnaires ne deviennent pas les créanciers principaux de la société<sup>179</sup>. En effet, par la pression du marché, les actionnaires peuvent exiger du management, au moment de leurs apports, un certain niveau de rentabilité future du capital investi<sup>180</sup>. Pensons notamment aux exigences de ROE qui pesaient sur les banques avant la crise de 2008<sup>181</sup>. Afin de réaliser cet objectif imposé, les managers vont ajuster les rémunérations des autres parties prenantes qui deviennent ainsi les véritables créanciers résiduels<sup>182</sup>. Pensons au groupe Shell qui a licencié en 2009 plus de cinq mille travailleurs afin d'augmenter ses dividendes de 5% alors que ses profits avaient diminué<sup>183</sup>. Les salariés deviennent donc « *la variable d'ajustement sur le niveau de profit*

---

<sup>173</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, pp. 376-377.

<sup>174</sup> *Ibid.*, p. 376.

<sup>175</sup> *Ibid.*, p. 376.

<sup>176</sup> *Ibid.*, p. 376.

<sup>177</sup> *Ibid.*, p. 376.

<sup>178</sup> *Ibid.*, p. 376.

<sup>179</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 257.

<sup>180</sup> *Ibid.*, p. 257.

<sup>181</sup> DEMBOUR, P., « Réflexions d'après crise : quelle finalité pour l'entreprise ? Que penser des exigences des banques en matière de ROE ? », in *Revue ban. et fin.*, 2010/4, p. 230

<sup>182</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 257.

<sup>183</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 401.

défini comme une contrainte a priori »<sup>184</sup>. Ainsi, lorsque le marché est assez développé, les actionnaires ont assez de puissance pour ne plus être considérés comme des créanciers résiduels<sup>185</sup>.

L'hypothèse de la créance résiduelle est aussi remise en cause par la situation d'« incomplétude » contractuelle qui existe entre les parties prenantes et la société, situation que nous allons analyser ci-après.

### III.3. La théorie du contrat complet

Selon cette théorie, les parties prenantes non actionnaires peuvent conclure un contrat avec la société par lequel elles s'affranchissent de tout risque lié à l'entreprise en prévoyant des sûretés diverses (réelles, personnelles,...)<sup>186</sup>. Selon les partisans de la notion de « shareholder primacy », les actionnaires étant dans l'impossibilité de se protéger par contrat, la société doit être gérée dans l'intérêt exclusif des actionnaires<sup>187</sup>.

Néanmoins, la théorie du contrat complet procède plus d'une vision de l'esprit que de la réalité<sup>188</sup>. En effet, si le cocontractant de la société n'est pas dans une position de force par rapport à cette dernière, il ne pourra pas négocier les sûretés nécessaires pour s'affranchir du risque ultime d'entreprise<sup>189</sup>. Ainsi, une institution financière, telle une banque, sera capable de se protéger adéquatement en raison de son pouvoir de négociation né de la dépendance de

---

<sup>184</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 258 ; DENGLOS G., « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise » Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ?, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/2, n° 224-225, p. 111 ; GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p. 14.

<sup>185</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 257.

<sup>186</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 380 et pp. 398-399 ; FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law, The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 659; ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 205 ; DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 118.

<sup>187</sup> KEAY, A., *op. cit.*, p. 380.

<sup>188</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 118; KEAY, A., *op. cit.*, p. 380; GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p. 13.

<sup>189</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 118 ; FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 659.

la société à son crédit<sup>190</sup>. Par contre, l'employé n'a pas un tel pouvoir de négociation parce qu'il dépend économiquement de son employeur<sup>191</sup>. De plus, le contrat de travail est incomplet par nature en raison d'une part, du risque de perdre son emploi qui est un risque inassurable et persistant<sup>192</sup> et d'autre part, de « l'impossibilité (...) à contracter ex ante sur le montant des investissements en capital humain »<sup>193</sup>. Ainsi, le retour sur ces investissements en capital humain n'étant pas garanti et dépendant des performances futures de la société, les salariés ont une qualité de créanciers résiduels analogue à celle des actionnaires<sup>194</sup>.

D'un point de vue économique, la théorie du contrat complet n'est pas correcte parce que l'esprit humain étant limité, il est incapable de recueillir et de comprendre un nombre illimité d'informations et ainsi de se prémunir contre tous les cas possibles de risques<sup>195</sup>. De plus, les parties prenantes sont défavorisées lors de la négociation du contrat en raison de l'asymétrie d'information existante entre elles et les managers de la société<sup>196</sup>. En outre, selon la théorie économique, les parties prenantes concluent avec la société des contrats explicites qui peuvent être complets et des contrats implicites qui sont par nature incomplets<sup>197</sup>. En effet, le contrat implicite d'un employé porte par exemple sur la perspective d'une promotion ce qui n'est pas judiciairement protégeable<sup>198</sup>. En effet, comment les cours et tribunaux apprécieraient-ils l'augmentation de salaire qui est due aux employés en fonction des bénéfices de la société<sup>199</sup> ?

Enfin, l'argument selon lequel les actionnaires sont les plus vulnérables en raison de la possibilité pour les autres parties prenantes de conclure des contrats complets doit être nuancé<sup>200</sup>. En effet, les actionnaires peuvent toujours sortir d'une société mal gérée en

---

<sup>190</sup> KEAY, A., *op. cit.*, p. 399; HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, p. 109.

<sup>191</sup> HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, p. 109.

<sup>192</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 659.

<sup>193</sup> REBÉRIOUX, A., « Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, p. 89.

<sup>194</sup> *Ibid.*, p. 89.

<sup>195</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 380; GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p. 13.

<sup>196</sup> KEAY, A., *op. cit.*, p. 399; GELTER, M., *op. cit.*, pp. 10-11.

<sup>197</sup> STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, pp. 1195-1196.

<sup>198</sup> *Ibid.*, pp. 1195-1196; GELTER, M., *op. cit.*, pp. 13-15.

<sup>199</sup> STOUT, L., *op. cit.*, p. 1196.

<sup>200</sup> KEAY, A., *op. cit.*, p. 399.

vendant leurs titres alors que les autres parties prenantes sont enfermées dans des liens contractuels<sup>201</sup>.

Ainsi, il est clairement reconnu que les contrats conclus avec la société par les parties prenantes ne sont pas complets. Il nous faut maintenant analyser la relation entre les actionnaires-propriétaires et les managers-gestionnaires de la société.

#### III.4. La théorie de l'agence

Selon la théorie de l'agence, les actionnaires, considérés comme des mandants, délèguent aux dirigeants, considérés comme des mandataires, le pouvoir de gestion de la société afin qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires<sup>202</sup>. Cette relation dite « d'agence » est rendue nécessaire par la séparation de la propriété et du contrôle qui caractérise la société moderne<sup>203</sup>. Cependant, cette relation crée un risque que les dirigeants privilégient leurs propres intérêts dans la gestion de la société au détriment de l'intérêt des actionnaires en raison d'une divergence d'intérêts entre eux<sup>204</sup>. Cette divergence peut être due à la volonté des actionnaires de rentabiliser leur investissement à plus ou moins long terme et à celle des dirigeants de poursuivre un profit à court terme ou de « *cherche[r] à assouvir leurs phantasmes de grande taille* »<sup>205</sup>. La théorie de l'agence se concentre donc sur la résolution des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants de la société<sup>206</sup> en alignant les intérêts de ces derniers sur ceux des actionnaires<sup>207</sup>. Cependant, pour permettre cet alignement, les actionnaires devront en supporter les coûts dits « d'agence »<sup>208</sup>. Afin de

---

<sup>201</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 117-118 ; KEAY, A., *op. cit.*, p. 400.

<sup>202</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 206 ; CHATELIN, C., « La gouvernance est à l'organisation ce que l'atome est à la matière. Vers de nouveaux paradigmes pour la recherche en gouvernance », in *Gouvernance d'entreprise – Nouveaux défis financiers et non financiers*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 15 ; KEAY, A., *op. cit.*, pp. 380-381 ; SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, p. 148.

<sup>203</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, p. 206.

<sup>204</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, p. 247.

<sup>205</sup> MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 4 ; MARTINET A.-C., « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 59.

<sup>206</sup> DESSAIN, V. et al., « Corporate Governance and Ethics: Shareholder Reality, Social Responsibility or Institutional Necessity? », *M@n@gement*, 2008/2, Vol. 11, p. 67.

<sup>207</sup> *Ibid.*, p. 68.

<sup>208</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, pp. 206-207.

minimiser ces coûts, deux instruments sont à la disposition des actionnaires<sup>209</sup>, à savoir les mécanismes de contrôle internes et externes à la société<sup>210</sup>. Dans la présente section, nous limiterons notre analyse aux mécanismes internes, les mécanismes externes étant examinés *infra* dans la section III.7.4.

Parmi les instruments de contrôle interne, le droit de vote des actionnaires permet de limiter l'opportunisme des administrateurs<sup>211</sup>. En effet, lors de l'assemblée générale, les actionnaires peuvent nommer, révoquer les administrateurs ainsi que surveiller les changements susceptibles d'affecter la structure de la société<sup>212</sup>.

Le conseil d'administration est un autre moyen de contrôle interne par sa fonction de surveillance des directeurs<sup>213</sup>. En effet, ce conseil a le pouvoir de recruter, de licencier et de fixer la rémunération des directeurs de la société<sup>214</sup>. De plus, il tend à combler le fossé de l'asymétrie d'informations entre les actionnaires représentés en son sein par certains de ses membres et les dirigeants qu'il surveille<sup>215</sup>.

Les mécanismes de rémunération incitative des dirigeants permettent d'aligner le comportement des agents sur les intérêts des mandants<sup>216</sup>. Le contrat de rémunération peut ainsi prévoir l'octroi de primes liées à la performance boursière de la société, par exemple par l'octroi de *stock-options*<sup>217</sup> ou l'obligation d'investir une part significative de leur rémunération dans le capital de la société<sup>218</sup> ou encore l'attribution de bonus annuels ou pluriannuels sur la base d'indicateurs reliés au cours de bourse<sup>219</sup>.

---

<sup>209</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 209.

<sup>210</sup> DESSAIN, V. et al., « Corporate Governance and Ethics: Shareholder Reality, Social Responsibility or Institutional Necessity? », *M@n@gement*, 2008/2 Vol. 11, p. 68.

<sup>211</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, p. 212.

<sup>212</sup> *Ibid.*, p. 212.

<sup>213</sup> KIRKBRIDE J., LETZA, S., « Corporate Governance in Contemporary Banking – The case of the UK », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 30.

<sup>214</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, pp. 212-213 ; MARTINET A.-C., « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 62.

<sup>215</sup> KIRKBRIDE J., LETZA, S., *op. cit.*, p. 30.

<sup>216</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, pp. 248-249.

<sup>217</sup> MOTTIS, N. et PONSARD J.-P., « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 238 ; GINGLINGER, E., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 49-52 ; LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, pp. 248-249.

<sup>218</sup> MOTTIS, N. et PONSARD J.-P., *op. cit.*, p. 238.

<sup>219</sup> *Ibid.*, pp. 238-239.

D'autre part, la performance des dirigeants doit être évaluée afin de pouvoir les contrôler<sup>220</sup>. La valeur actionnariale de la société est un indicateur clair et efficace de la performance de la gestion d'une société par ses dirigeants<sup>221</sup>. En effet, le prix de l'action pouvant être facilement évalué, les administrateurs disposent d'une faible marge de manœuvre pour prétendre qu'ils ont respecté leurs obligations alors qu'ils ont servi leurs propres intérêts<sup>222</sup>.

Par ailleurs, en cas d'actionnariat concentré, c'est-à-dire lorsqu'il existe un actionnaire majoritaire ou de contrôle, le conflit d'agence classique est réduit, voire inexistant<sup>223</sup> mais il est remplacé par un conflit d'agence entre l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires<sup>224</sup>.

Nous avons ainsi vu que selon la théorie de l'agence, un système de gouvernance est considéré comme efficace quand il limite l'opportunisme des managers en faveur de la maximisation de la valeur actionnariale<sup>225</sup>. La notion de « shareholder primacy » fournissant par le prix de l'action un indicateur efficace de performance des managers, les mécanismes de gouvernance doivent permettre aux actionnaires de les contrôler.

Toutefois, plusieurs critiques peuvent être émises à l'encontre de la théorie de l'agence et en particulier, relatives au contrat de rémunération en tant que mécanisme d'incitation et plus particulièrement encore au mécanisme des *stock-options*.

Tout d'abord, l'existence de la relation d'agence entre les managers et les actionnaires peut être déniée<sup>226</sup>. En effet, les managers ne sont pas liés aux actionnaires par un contrat et ils n'ont donc aucune obligation contractuelle envers ces derniers mais seulement vis-à-vis de la société<sup>227</sup>. De plus, ils ne sont pas les mandataires des actionnaires parce qu'ils concluent des contrats au nom et pour le compte de la société<sup>228</sup> et ne peuvent pas conclure une convention qui modifierait les relations personnelles des actionnaires avec une tierce personne<sup>229</sup>.

---

<sup>220</sup> DESSAIN, V. et al., *op. cit.*, p. 68.

<sup>221</sup> STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, p. 1200; DESSAIN, V. et al., *op. cit.*, p. 68.

<sup>222</sup> STOUT, L., *op. cit.*, p. 1200. ; ROE, M., *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149, *U.Pa.L.Rev.*, 2063, 2065 (2001).

<sup>223</sup> GINGLINGER, E., *op. cit.*, p. 38.

<sup>224</sup> *Ibid.*, p. 38.

<sup>225</sup> DESSAIN, V. et al., *op. cit.*, p. 68.

<sup>226</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, pp. 381-382.

<sup>227</sup> *Ibid.*, pp. 381-382.

<sup>228</sup> *Ibid.*, pp. 381-382.

<sup>229</sup> *Ibid.*, p. 382.

Ensuite, la prétendue efficacité d'une société dans la production de richesses sociales qui met en place des mécanismes tendant à réduire les coûts d'agence<sup>230</sup> doit être nuancée. La théorie de l'agence en se concentrant sur le seul intérêt des actionnaires ne prend pas en compte les externalités négatives qui créent des coûts sociaux, c'est-à-dire un préjudice causé à une tierce partie. En effet, les managers ne doivent pas prendre en considération ces coûts sociaux en raison de la théorie du contrat complet<sup>231</sup> qui suppose que ces tierces parties peuvent se protéger adéquatement par leur contrat. Mais dans la mesure où les contrats sont incomplets, la maximisation des intérêts des actionnaires peut entraîner un dommage pour les autres parties prenantes et donc réduire la richesse sociale globale<sup>232</sup>.

De plus, cette approche centrée sur le seul intérêt des actionnaires tend à ignorer la complexité de la réalité où les sociétés dépendent de la relation avec leurs employés, leurs créanciers, leurs clients, leurs fournisseurs et la communauté en général<sup>233</sup>. Ainsi pour assurer l'efficacité de la production de richesses sociales, les intérêts des parties prenantes non actionnaires doivent être pris en compte<sup>234</sup>. Cette préoccupation des parties prenantes non actionnaires a été intégrée dans le modèle du « *enlightened shareholder value* » ou modèle de l'intérêt à long terme de la valeur actionnariale<sup>235</sup>. Dans ce modèle, le système de gouvernance est « *un jeu dynamique entre les managers et les (...) parties prenantes en vue de créer et de partager des revenus* »<sup>236</sup>. Ce modèle a notamment été consacré au Royaume-Uni dans le *Companies Act* de 2006<sup>237</sup>, par la Cour Suprême du Canada en 2004<sup>238</sup> et par les *constituency statutes* de nombreux Etats des Etats-Unis<sup>239</sup>. Ces dernières années, un autre modèle de gouvernance

---

<sup>230</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 382.

<sup>231</sup> *Ibid.*, pp. 383-384.

<sup>232</sup> *Ibid.*, pp. 383-384.

<sup>233</sup> *Ibid.*, pp. 408-409.

<sup>234</sup> *Ibid.*, pp. 383-384; DESSAIN, V. et al., « Corporate Governance and Ethics: Shareholder Reality, Social Responsibility or Institutional Necessity? », *M@n@gement*, 2008/2, Vol. 11, pp. 70-71.

<sup>235</sup> GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, pp. 20-21; DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 120-121.

<sup>236</sup> DESSAIN, V. et al., *op. cit.*, p. 71.

<sup>237</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 120 ; HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, pp. 111-112; LEE, J., « MINORITY SHAREHOLDERS' ENFORCEMENT OF CORPORATE GOVERNANCE IN TAKEOVERS: AN ENGLISH LAW PERSPECTIVE ON THE BELGIAN FORTIS CASE », *R.P.S.*, 2009/4, pp. 406-412.

<sup>238</sup> ROUSSEAU, S. et TCHOTOURIAN, I., note sous « Magasins à Rayons Peoples Inc. (syndic) c/ Wise », *Rev. Soc.*, 2009, p. 735.

<sup>239</sup> SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, p. 154.

s'est développé, appelé la théorie des parties prenantes ou « *stakeholder theory* »<sup>240</sup>. Cette théorie va plus loin que le modèle du « *enlightened shareholder value* » en reformulant l'objectif de la gestion d'une société et en élargissant les devoirs fiduciaires<sup>241</sup>. En effet, l'objectif de la gestion d'une société est désormais de favoriser la « valeur partenariale »<sup>242</sup> et les devoirs fiduciaires sont élargis vis-à-vis de toutes les parties prenantes<sup>243</sup>. Le modèle simple de l'agence avec un principal (l'actionnaire) et un agent (le manager) est désormais remplacé par un modèle plus complexe comprenant plusieurs principaux (les différentes parties prenantes de la société)<sup>244</sup> et nécessitant l'élaboration de nouveaux mécanismes de surveillance et d'incitation afin d'aligner les intérêts des managers sur ceux des parties prenantes<sup>245</sup>.

Lorsque l'actionnariat de la société est concentré, la présence d'un actionnaire de contrôle permet de résoudre le conflit classique d'agence mais elle crée le risque de « holdup »<sup>246</sup>. Ce dernier signifie que l'actionnaire de contrôle peut obtenir des bénéfices privés aux dépens des actionnaires minoritaires et des autres parties prenantes<sup>247</sup>. Ce risque de « holdup » est d'autant plus grand dans les pays d'Europe occidentale que la révocation des administrateurs se fait *ad nutum* par l'assemblée générale et permet ainsi à l'actionnaire de contrôle d'avoir une mainmise puissante sur le conseil d'administration<sup>248</sup>.

Enfin, la réduction des coûts d'agence « *n'a pas de vocation naturelle à constituer le but exclusif de l'organisation de la gouvernance des entreprises en général, ni des entreprises cotées en particulier* »<sup>249</sup>.

Nous avons ainsi vu les principales critiques faites à la théorie de l'agence. Passons maintenant à la critique du contrat de rémunération en tant que mécanisme d'incitation et plus particulièrement au mécanisme des *stock-options*.

---

<sup>240</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 215 ; MULLENBACH-SERVAYRE, A., « L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises », *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/1, n° 223, pp. 109-120.

<sup>241</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, pp. 216-217.

<sup>242</sup> *Ibid.*, p. 216.

<sup>243</sup> *Ibid.*, pp. 216-217.

<sup>244</sup> DESSAIN, V. et al., *op. cit.*, p. 71.

<sup>245</sup> *Ibid.*, p. 71.

<sup>246</sup> GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, pp. 36-37.

<sup>247</sup> *Ibid.*, pp. 36-37.

<sup>248</sup> *Ibid.*, pp. 39-40.

<sup>249</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 118.

Le contrat de rémunération et en particulier, le mécanisme des *stock-options* peuvent constituer « *un moyen de prélever une rente* » au détriment de la société<sup>250</sup>. Bien que ce mécanisme permette de faire « *converger les intérêts des dirigeants vers ceux des actionnaires, en les intéressant directement à l'évolution du cours des actions, et en les incitant à limiter les prélèvements* »<sup>251</sup>, les actionnaires sont de plus en plus nombreux à en dénoncer les dérives, notamment lorsque les *stock-options* sont « *attribuées massivement après de fortes baisses des cours et dont les prix d'exercice sont ajustés à la baisse en cas de besoin* »<sup>252</sup>. Ce mécanisme est en effet critiquable à plusieurs égards. Tout d'abord, une étude a montré que lors de la généralisation de l'utilisation des *stock-options* dans les années nonante, celles-ci n'avaient pas été octroyées en remplacement d'une partie du salaire variable ou fixe des dirigeants mais comme une rémunération supplémentaire<sup>253</sup>. Ce mécanisme a ainsi permis entre 1992 et 1998, l'augmentation de la rémunération médiane totale des dirigeants d'entreprise de 160% alors que l'indice du coût des employés n'a augmenté que de 20% sur la même période<sup>254</sup>. Une autre étude a montré que les dirigeants programmaient « *leurs annonces de résultats (et d'autres informations) en fonction des dates d'attribution des options, en repoussant les informations favorables après la mise en place des programmes d'options, et en accélérant les informations défavorables* »<sup>255</sup>. Cependant, certaines sociétés ont prévu des clauses conditionnelles à l'octroi de *stock-options* qui permettent de le « *justifier par des résultats socialement acceptables* »<sup>256</sup>. Ces clauses conditionnelles dépendent notamment de l'atteinte d'une valeur boursière (par exemple 40% d'augmentation au moins de la valeur boursière de Vivendi en 1999) ou de la réussite d'une opération particulière (par exemple en cas de réussite de l'OPA lancée par BNP sur Paribas)<sup>257</sup>. Mais généralement, ce système incitatif amène à « *une perspective financière concentrée excessivement sur le court terme (le cours de bourse trimestriel) (...) [qui peut nuire] au développement à long terme de l'entreprise* »<sup>258</sup>.

---

<sup>250</sup> GINGLINGER, E., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 50.

<sup>251</sup> *Ibid.*, p. 50.

<sup>252</sup> *Ibid.*, p. 50.

<sup>253</sup> *Ibid.*, p. 51.

<sup>254</sup> *Ibid.*, p. 51.

<sup>255</sup> *Ibid.*, p. 52.

<sup>256</sup> MOTTIS, N. et PONSARD J.-P., « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue française de gestion*, 2002/, n° 141, pp. 239-240.

<sup>257</sup> *Ibid.*, p. 246.

<sup>258</sup> *Ibid.*, p. 246 ; KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 411.

Ensuite, les résultats empiriques ne confirment pas la relation entre l'incitation des dirigeants par des contrats de rémunération et la performance de la société<sup>259</sup>. En effet, une méta-analyse<sup>260</sup> a montré que « 40 % de la variation de la dispersion des rémunérations des dirigeants est expliquée par la taille de l'entreprise et seulement 5 % par sa performance »<sup>261</sup>. De plus, une autre méta-analyse<sup>262</sup> a montré que les plans de rémunération, y compris les bonus et les *stock-options*, « ont tendance à dévoyer les dirigeants, en orientant leur attention sur les moyens d'accroître leurs rémunérations plutôt que sur le travail de direction pour lequel ils sont payés »<sup>263</sup>.

Enfin, ces systèmes incitatifs ont eu un effet pervers dans la mesure où « *in fine* le remède [a] induit des pertes de richesse très importantes pour les actionnaires »<sup>264</sup> en raison d'une prise de risque excessive des managers afin de maximiser le cours de l'action et d'en retirer une plus grande rémunération<sup>265</sup>. Selon la théorie de l'agence, cet effet pervers n'est qu'un problème d'ajustement entre les différents mécanismes de gouvernance<sup>266</sup>. En effet, « *il suffit de rendre la fraude moins lucrative en réduisant l'intensité des systèmes incitatifs et (...) [d'adopter] des mesures législatives accroissant tant le risque d'être découvert que les peines encourues* »<sup>267</sup>. Néanmoins, cette explication n'est pas suffisante parce que la théorie de l'agence ne prend pas en compte l'irrationalité des managers qui peut porter atteinte à l'intérêt des actionnaires<sup>268</sup>. En effet, les mécanismes incitatifs sont incapables de prévenir les erreurs managériales involontaires<sup>269</sup> et de prendre en compte les valeurs humaines telles que l'équité, l'égalité ou la justice qui peuvent influencer les décisions des managers<sup>270</sup>. Ainsi, une nouvelle approche dite comportementale s'est développée en droit et en économie afin de

---

<sup>259</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 243.

<sup>260</sup> TOSI, H., WERNER, S., KATZ, J. et GOMEZ-MEJIA, L., "How much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies", *Journal of Management*, 2000, Vol. 26, n°2, pp. 301-339.

<sup>261</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, pp. 243-244.

<sup>262</sup> DECI, E.L., KOESTNER, R. et RYAN, R., « Meta-Analytic Review of Experiments: Examining the Effects of Extrinsic Rewards on Intrinsic Motivation », *Psychological Bulletin*, 1999, 125, pp. 627-668.

<sup>263</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 243.

<sup>264</sup> CHARREAUX, G., « Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 224.

<sup>265</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, pp. 220-221.

<sup>266</sup> CHARREAUX, G., *op. cit.*, p. 224.

<sup>267</sup> *Ibid.*, p. 224.

<sup>268</sup> *Ibid.*, pp. 224-225.

<sup>269</sup> *Ibid.*, p. 225.

<sup>270</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 409.

réduire les risques d'erreur managériale ou d'en corriger les effets<sup>271</sup>. Ce courant appelé *Behavioral Law and Economics* permet donc « de dépasser l'approche disciplinaire de la gouvernance fondée sur les seules notions d'asymétrie d'information et de conflit d'intérêts et de proposer une vision comportementale de la gouvernance tenant compte de l'existence de biais cognitifs et émotionnels et de leurs effets induits »<sup>272</sup>.

Une fois que la rationalité économique est remise dans ses justes proportions, les différentes critiques émises précédemment nous amènent à penser que les coûts d'agence ne peuvent pas toujours être résolus de manière économiquement rationnelle ni que le processus de gouvernance des sociétés tende nécessairement vers une meilleure efficacité économique<sup>273</sup>.

Dans la prochaine section, nous verrons que selon la théorie des devoirs fiduciaires, le droit des sociétés doit exiger des dirigeants de société qu'ils maximisent l'intérêt des actionnaires.

### III.5. La théorie des devoirs fiduciaires

Afin de résoudre les conflits d'intérêts mis en évidence par la théorie de l'agence, le droit des sociétés doit prévoir deux devoirs à charge des managers et en particulier, à charge des administrateurs<sup>274</sup>. Tout d'abord, les administrateurs ont un *duty of care* vis-à-vis de la société selon lequel ils doivent « veiller aux intérêts de la société en tant que personne morale indépendante en exécutant (...) [leur] mandat envers celle-ci conformément aux standards de prudence, de vigilance et de compétence qui s'imposent à tout mandataire »<sup>275</sup>. Ensuite, les administrateurs ont un *duty of loyalty* directement envers les actionnaires en dépit de la personnalité morale<sup>276</sup> « au motif [que] le fonctionnement de la société n'est en ordre principal rendu possible que par leurs apports, éventuellement complétés par des financements externes »<sup>277</sup>. En outre, ce devoir de loyauté est étendu à des opérations

---

<sup>271</sup> CHARREAUX, G., « Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 225.

<sup>272</sup> *Ibid.*, p. 225.

<sup>273</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, p. 256.

<sup>274</sup> J. E. FISCH, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, pp. 662- 663.

<sup>275</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 779.

<sup>276</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 665.

<sup>277</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 779.

externes à la société telles que les cessions de contrôle<sup>278</sup> dans la mesure où « *les administrateurs et les actionnaires de contrôle, lorsqu'ils votent des décisions sociales importantes, ont également un devoir fiduciaire à l'égard de la minorité et doivent s'abstenir de toute fraude à l'égard de cette dernière* »<sup>279</sup>. Les devoirs fiduciaires et en particulier, le *duty of loyalty* permettent de diminuer les coûts d'agence<sup>280</sup> et la société en est jugée plus efficace<sup>281</sup>.

De plus, la théorie des devoirs fiduciaires offre, au droit des sociétés, un critère clair de surveillance de la gestion de la société par les managers<sup>282</sup>. En effet, si les managers n'ont pas favorisé la valeur actionnariale alors ils n'ont pas respecté leurs devoirs fiduciaires et en sont responsables vis-à-vis de la société et des actionnaires<sup>283</sup>.

Par ailleurs, la théorie des devoirs fiduciaires considère la « *rule of passivity* » en matière d'offre publique d'acquisition (OPA) et en particulier d'OPA hostile comme une compensation à la faible protection des actionnaires minoritaires dans l'ordre interne de la société<sup>284</sup>. Selon cette règle, « *le conseil d'administration (...) [doit s'abstenir] de toute initiative qui soit de nature à perturber la tentative de prise de contrôle* »<sup>285</sup>. En effet, « *la survenance d'une O.P.A. inamicale ferait naître entre les dirigeants de la société convoitée et des actionnaires un conflit d'intérêts au moins latent* »<sup>286</sup>. Ce conflit d'intérêts obligerait le conseil d'administration à rester passif vis-à-vis du déroulement de l'OPA<sup>287</sup> et cette obligation serait sanctionnée au titre du *duty of loyalty*<sup>288</sup>. Cette situation entraînerait que « *les règles normales qui permettent de mesurer la compétence du conseil d'administration (intérêt social, responsabilité, abus de majorité) cessent d'être applicables* »<sup>289</sup>. Les seuls à

---

<sup>278</sup> TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition-enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 20.

<sup>279</sup> *Ibid.*, p. 20.

<sup>280</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 381.

<sup>281</sup> HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, pp. 106-107; SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, pp. 148-149.

<sup>282</sup> SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, p. 151.

<sup>283</sup> *Ibid.*, p. 151.

<sup>284</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 757.

<sup>285</sup> *Ibid.*, p. 757.

<sup>286</sup> *Ibid.*, p. 757.

<sup>287</sup> *Ibid.*, p. 757.

<sup>288</sup> *Ibid.*, p. 757.

<sup>289</sup> *Ibid.*, p. 757.

pouvoir influencer l'offre seraient donc les actionnaires bénéficiaires de l'offre en l'acceptant ou en la refusant<sup>290</sup>.

La théorie des devoirs fiduciaires impose ainsi des devoirs spécifiques à charge des administrateurs envers les actionnaires.

Cependant, cette théorie n'est pas exempte de critiques et particulièrement la règle de passivité en matière d'OPA hostile<sup>291</sup>.

Tout d'abord, le droit des sociétés prévoit qu'en cas d'insolvabilité ou de risque d'insolvabilité, la société doit être gérée dans l'intérêt de ses créanciers. Par conséquent, les devoirs fiduciaires sont dus aux créanciers et non aux actionnaires<sup>292</sup>.

Ensuite, en dehors du cas particulier de l'insolvabilité, l'argument selon lequel les devoirs fiduciaires doivent être limités aux actionnaires en raison de leur vulnérabilité<sup>293</sup> doit être écarté dans la mesure où les actionnaires ne sont pas les (seuls) créanciers résiduels de la société et que les contrats des parties prenantes ne sont pas complets<sup>294</sup>. Cependant, cela ne signifie pas que ces devoirs doivent être élargis à toutes les parties prenantes<sup>295</sup> mais seulement que la théorie des devoirs fiduciaires « *n'implique en soi aucune primauté de l'intérêt des actionnaires sur les autres composantes de l'intérêt social* »<sup>296</sup>.

De plus, dans la mesure où les managers ne sont pas les mandataires des actionnaires, ils ne peuvent pas être responsables envers ces derniers<sup>297</sup>. En effet, les administrateurs sont responsables vis-à-vis de la société et en particulier vis-à-vis de l'assemblée générale des actionnaires et non envers chaque actionnaire individuel<sup>298</sup>. En outre, l'action sociale minoritaire ne peut pas être considérée comme une preuve de l'existence des devoirs

---

<sup>290</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 757.

<sup>291</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 233.

<sup>292</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law, The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 668; SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, p. 153.

<sup>293</sup> TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition-enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 14.

<sup>294</sup> GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p. 19.

<sup>295</sup> TILQUIN, T. et SIMONART, V., *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 822.

<sup>296</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 780.

<sup>297</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 403 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 779.

<sup>298</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 822.

fiduciaires envers les actionnaires individuels<sup>299</sup>. En effet, les actionnaires intentant une telle action agissent pour le compte de la société et doivent justifier d'un préjudice qui a été causé à la société et non d'un préjudice propre<sup>300</sup>. Cette interprétation est consacrée par de nombreux droits des sociétés<sup>301</sup>. Au Royaume-Uni, la section 172 du *Companies Act* de 2006 prévoit expressément que les managers doivent agir de bonne foi pour promouvoir le succès de la société et le bénéfice de ses membres envisagés dans leur ensemble tout en ayant égard notamment aux conséquences possibles de leurs décisions sur le long terme et aux intérêts des employés, des fournisseurs ou encore des clients<sup>302</sup>. Depuis 2004, la Cour suprême du Canada considère que les devoirs fiduciaires sont dus à la société et que les intérêts de la société sont distincts de ceux des parties prenantes actionnaires ou non<sup>303</sup>. Selon la Cour, l'intérêt de la société est un concept qui vise « *les intérêts à long terme de la société dans le contexte de la continuité de l'entreprise* »<sup>304</sup> et par conséquent, elle estime que le *duty of loyalty* « *ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme* »<sup>305</sup> mais il se réfère à la maximisation de la valeur de l'entreprise<sup>306</sup>. Le *duty of loyalty* permet ainsi aux administrateurs de prendre en compte l'effet de leur décision sur toutes les parties prenantes lorsqu'ils agissent dans l'intérêt de la société<sup>307</sup> et ne prévoit aucune obligation de prendre en compte les seuls intérêts des actionnaires<sup>308</sup>. En droit allemand<sup>309</sup>, les administrateurs doivent promouvoir l'*Unternehmensinteresse* c'est-à-dire l'intérêt de l'entreprise et enfin, en droit français<sup>310</sup>, les administrateurs doivent promouvoir l'intérêt social au sens large.

---

<sup>299</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 404.

<sup>300</sup> *Ibid.*, p. 404.

<sup>301</sup> GELTER, M., *op. cit.*, p. 57.

<sup>302</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 120.

<sup>303</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 217.

<sup>304</sup> *Ibid.*, p. 217.

<sup>305</sup> *BCE Inc. c/ Détenteurs de débetures de 1976*, 2008, CSC 69, par. 38 ; *Ibid.*, p. 217.

<sup>306</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, p. 217.

<sup>307</sup> *Ibid.*, p. 217.

<sup>308</sup> *Ibid.*, p. 218.

<sup>309</sup> GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p. 57.

<sup>310</sup> *Ibid.*, p. 57; DUPUIS, B., *La notion d'intérêt social*, Université Paris XIII- UFR de droit et de sciences politiques, Diffusion ANRT, Lille, 2001; COOLS, S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *R.P.S.*, 2007, p. 195.

Nous avons ainsi vu les principales critiques faites à la théorie des devoirs fiduciaires. Passons maintenant à la critique de la règle de passivité en matière d'OPA hostile qui est une application particulière de cette théorie<sup>311</sup>.

La règle de passivité en matière d'OPA hostile est contestée par les partisans de la « *business judgment rule* » qui font valoir que « rien n'impose au conseil d'administration de prendre toutes les dispositions pour favoriser les actionnaires afin qu'ils puissent répondre à l'OPA »<sup>312</sup>. En effet, suivant ce courant, la décision prise par le conseil d'administration de s'opposer ou non à une OPA hostile est « une décision de même nature que toutes les autres qui ressortissent à la compétence du conseil d'administration, dans le cadre de la gestion de la société »<sup>313</sup> et il lui appartient ainsi d'en apprécier l'opportunité en fonction de l'intérêt social<sup>314</sup>. Il est intéressant de remarquer que la « *business judgment rule* » est une conception largement majoritaire dans la jurisprudence et la doctrine américaines<sup>315</sup>.

Nous allons maintenant analyser la théorie « Law and Finance » qui est en faveur d'une intervention législative pour protéger les actionnaires.

### III.6. Théorie « Law and Finance »

La théorie « Law and Finance » affirme qu'un droit des sociétés protecteur des actionnaires minoritaires est nécessaire afin de réduire les coûts d'agence liés à la surveillance du management<sup>316</sup> et le risque d'expropriation des actionnaires par les managers<sup>317</sup>. Cette théorie s'écarte donc du courant « Law and Economics » qui considère l'intervention législative comme un moyen subsidiaire aux mécanismes de marché pour lutter contre les coûts d'agence<sup>318</sup>. La théorie « Law and Finance » explique la faiblesse des marchés financiers, en

---

<sup>311</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 233.

<sup>312</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 762.

<sup>313</sup> *Ibid.*, pp. 762-763 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 671.

<sup>314</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 762-763 ; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 671-672 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition - enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, pp. 19-20.

<sup>315</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 763 ; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 672 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition - enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 11.

<sup>316</sup> ROE, M., « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 309-311.

<sup>317</sup> LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, p. 4.

<sup>318</sup> *Ibid.*, p. 7.

particulier en Europe occidentale, par la protection insuffisante des actionnaires par le droit des sociétés et le droit financier<sup>319</sup>. Cette théorie est notamment défendue par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (LLSV)<sup>320</sup> et a inspiré les institutions internationales telles que le FMI, l'OCDE ou encore la Banque Mondiale lors de leurs interventions en vue de réformer le droit des sociétés et en particulier, les dispositions protectrices des actionnaires minoritaires<sup>321</sup>.

Selon LLSV, si le droit des sociétés est d'une qualité suffisante, l'actionnariat pourra se diffuser et les marchés financiers émergeront<sup>322</sup>. LLSV considèrent que les pays de *Civil Law* n'offrent pas une protection adéquate aux actionnaires minoritaires ce qui les pousse à détenir une participation majoritaire ou de contrôle afin de surveiller le management<sup>323</sup>. A l'inverse, l'actionnaire étant bien protégé dans les pays de *Common Law*, l'actionnariat y est fortement dispersé<sup>324</sup>. LLSV expliquent cette différence par la supériorité de la *Common Law*<sup>325</sup>. En effet, la *Common Law* permet au juge de mieux adapter le droit lorsque celui-ci est confronté à une situation d'expropriation non encore prévue par un précédent<sup>326</sup>. Au contraire, dans les pays de *Civil Law*, les lois sont adoptées par le législateur et le juge ne peut pas aller au-delà du texte de la loi<sup>327</sup>. Ainsi, les managers et les actionnaires majoritaires peuvent facilement exproprier les actionnaires en élaborant des procédés qui ne contreviennent pas aux lois applicables<sup>328</sup>.

La théorie « Law and Finance » défend l'existence d'une convergence vers un modèle unique de gouvernance en faveur de la primauté de l'actionnaire et d'un actionnariat dispersé. Cette convergence repose sur deux postulats<sup>329</sup>. Selon le premier, « *compte tenu du coût élevé lié à la détention de participations importantes, un actionnaire rationnel ne cherchera pas à acquérir une (...) participation [de contrôle] s'il n'en a pas besoin* »<sup>330</sup>. Suivant le deuxième, la détention des actions permet d'acquérir le contrôle de la société et la possibilité

---

<sup>319</sup> ROE, M., « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 309.

<sup>320</sup> *Ibid.*, p. 309.

<sup>321</sup> *Ibid.*, pp. 309-310.

<sup>322</sup> *Ibid.*, p. 305.

<sup>323</sup> LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., *op. cit.*, p. 8.

<sup>324</sup> COOLS, S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *R.P.S.*, 2007, p. 182.

<sup>325</sup> AMANN B. et al., « Activisme des actionnaires et responsabilité sociale des entreprises : une comparaison Espagne ? France ? États-Unis ? Japon », *Revue de l'organisation responsable*, 2007/2, Vol. 2, p. 48.

<sup>326</sup> LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., *op. cit.*, p. 9.

<sup>327</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>328</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>329</sup> COOLS, S., *op. cit.*, p. 190.

<sup>330</sup> *Ibid.*, p. 190.

d'exproprier<sup>331</sup>. La supériorité de ce modèle unique est justifiée par la supériorité économique des pays de *Common Law*, en particulier celle des Etats-Unis et du Royaume-Uni, sur les pays de *Civil Law*, en particulier la France et l'Allemagne<sup>332</sup>. Afin de démontrer la supériorité de ce modèle, LLSV ont élaboré un indice de protection des actionnaires. Les résultats de son application ont montré que les pays qui protègent le mieux les actionnaires, à savoir les Etats-Unis et le Royaume-Uni, ont des marchés financiers de plus grandes valeurs que les pays qui ne les protègent pas efficacement, en particulier la France<sup>333</sup>. Le développement des marchés financiers influençant l'économie réelle, LLSV ont conclu que la protection adéquate des actionnaires minoritaires et la dispersion qui s'en suit accélèrent la croissance économique<sup>334</sup>.

A côté de cette convergence légale et en particulier en l'absence d'une protection légale suffisante, une convergence fonctionnelle doit être favorisée<sup>335</sup>. Cette dernière réside dans des institutions telles que la concentration de l'actionnariat et les normes assurant la primauté des actionnaires<sup>336</sup>.

En résumé, selon LLSV, une forte protection des actionnaires associée à une *corporate governance* efficace, c'est-à-dire en faveur de la primauté de l'actionnaire, est reflétée dans des marchés financiers de grandes valeurs, dans un actionnariat dispersé et dans une allocation efficace du capital entre les sociétés<sup>337</sup>.

Toutefois, l'indice de protection des actionnaires élaboré par LLSV n'est pas exempt de critiques<sup>338</sup>. Tout d'abord, le choix des droits des actionnaires qui sont pris en compte par cet indice est contestable<sup>339</sup> ainsi que l'absence de prise en compte des institutions de protection

---

<sup>331</sup> COOLS, S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *R.P.S.*, 2007, p. 190.

<sup>332</sup> HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, p. 107.

<sup>333</sup> LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, p. 15.

<sup>334</sup> *Ibid.*, p. 16.

<sup>335</sup> *Ibid.*, p. 20.

<sup>336</sup> ROE, M., « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 306.

<sup>337</sup> LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., *op. cit.*, p. 24.

<sup>338</sup> COOLS, S., *op. cit.*, p. 189 ; BOUGHANMI, A., « DROIT, GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DEVELOPPEMENT FINANCIER : APPLICATION AU CAS DE LA FRANCE », 2004, Université Nancy 2-CREDES, pp. 9-12 ; VAN DER ELST, C., « Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership Structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders? », *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 008/2010, 15 février 2010, pp. 2-3.

<sup>339</sup> BOUGHANMI, A., *op. cit.*, pp. 9-12.

des actionnaires minoritaires dont la source n'est pas le droit des sociétés<sup>340</sup>. Plus fondamentalement, la relation causale alléguée par cette théorie selon laquelle la tradition juridique influence la protection des actionnaires n'est pas pertinente. En effet, les règles de droit ne sont pas enfermées dans une famille juridique donnée mais évoluent au cours du temps<sup>341</sup>.

Par ailleurs, la théorie « Law and Finance » est incomplète parce qu'elle ne permet pas d'expliquer la persistance d'un actionnariat concentré lorsque le droit des sociétés est d'une qualité suffisante<sup>342</sup>. En effet, lorsque les coûts d'agence sont élevés en cas de dispersion de l'actionnariat, même si le droit des sociétés protège efficacement les actionnaires minoritaires contre l'opportunisme des managers, l'actionnaire de contrôle n'a aucun avantage à vendre sa participation<sup>343</sup>. Ainsi, le caractère explicatif du facteur juridique est exagéré par la théorie « Law and Finance »<sup>344</sup>. Cette surévaluation du facteur juridique a été confirmée par une étude faite dans 6 pays européens entre 1999 et 2007 sur plus de 1800 sociétés cotées<sup>345</sup>. Cette étude a testé l'hypothèse émise par la théorie de « Law and Finance » selon laquelle une augmentation des droits des actionnaires entraîne une structure d'actionnariat plus dispersée<sup>346</sup>. Cette étude arrive à la conclusion qu'il existe de sérieux doutes quant à l'exactitude de cette hypothèse<sup>347</sup>. En effet, ces quinze dernières années, l'Europe continentale a connu une augmentation constante des droits des actionnaires ce qui devait entraîner selon l'hypothèse testée une dispersion plus importante de l'actionnariat<sup>348</sup>. Or le résultat est mitigé et le nombre de changements significatifs dans la structure de l'actionnariat est limité<sup>349</sup>. Au niveau de l'analyse détaillée des participations des différents types d'actionnaires, le résultat ne soutient l'hypothèse que dans un nombre limité de cas<sup>350</sup>. De plus, la relation inverse entre les droits des actionnaires et la concentration de l'actionnariat n'est pas vérifiée<sup>351</sup>. Ainsi, cette étude suggère que d'autres facteurs explicatifs qui ont une influence sur les coûts

---

<sup>340</sup> ROE, M., « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 312-321.

<sup>341</sup> BOUGHANMI, A., *op. cit.*

<sup>342</sup> ROE, M., *op. cit.*, p. 311.

<sup>343</sup> *Ibid.*, pp. 312-320.

<sup>344</sup> *Ibid.*, p. 305.

<sup>345</sup> VAN DER ELST, C., « Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership Structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders? », *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 008/2010, 15 février 2010, p. 15.

<sup>346</sup> *Ibid.*, p. 30.

<sup>347</sup> *Ibid.*, p. 40.

<sup>348</sup> *Ibid.*, p. 41.

<sup>349</sup> *Ibid.*, p. 41.

<sup>350</sup> *Ibid.*, p. 41.

<sup>351</sup> *Ibid.*, p. 36.

d'agence doivent être pris en compte<sup>352</sup>. Ces autres facteurs sont par exemple l'existence de grandes sociétés cotées qui ont besoin d'un apport massif de capitaux<sup>353</sup>, de politiques en faveur de la protection des salariés<sup>354</sup> ou encore d'institutions extra-judiciaires permettant de diminuer les coûts d'agence, comme la concurrence et les rémunérations incitatives<sup>355</sup>. Le facteur juridique limité à sa juste proportion n'est donc pas la seule explication de la séparation entre la propriété et le contrôle<sup>356</sup> et son caractère explicatif est donc souvent surestimé<sup>357</sup>.

L'analyse de la relation entre la répartition juridique des pouvoirs et les structures de l'actionnariat remet aussi en cause les hypothèses de la théorie « Law and Finance »<sup>358</sup> et en particulier, le postulat selon lequel « *la détention des actions octroie le contrôle et la possibilité d'exproprier* »<sup>359</sup>. En effet, en cas d'actionnariat dispersé, « *il n'est pas nécessaire de posséder une participation majoritaire afin de détenir le contrôle et/ou d'exproprier* »<sup>360</sup>. Dans un tel système, le contrôle se trouve entre les mains du conseil d'administration et de la direction<sup>361</sup> alors que dans un système d'actionnariat concentré, le contrôle est exercé par l'actionnaire majoritaire, notamment par le biais de la révocation *ad nutum* des administrateurs qui ressort de la compétence de l'assemblée générale<sup>362</sup>. Ainsi dans un système d'actionnariat dispersé, « *le nombre d'actions détenues a moins de valeur aux yeux de ceux qui détiennent le contrôle ; ces derniers seront donc disposés à céder une part importante de leurs actions, (...) [quel que soit] le niveau de protection légale des actionnaires* »<sup>363</sup>. La répartition juridique des pouvoirs permet donc de contester la théorie « Law and Finance » sur deux points. Tout d'abord, il apparaît que « *même en l'absence*

---

<sup>352</sup> VAN DER ELST, C., « Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership Structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders? », *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 008/2010, 15 février 2010, p. 42; ROE, M., « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, 2002/5 n° 141, pp. 333-340.

<sup>353</sup> ROE, M., *op. cit.*, p. 333.

<sup>354</sup> *Ibid.*, pp. 334-337.

<sup>355</sup> *Ibid.*, p. 341.

<sup>356</sup> *Ibid.*, p. 341.

<sup>357</sup> *Ibid.*, p. 305.

<sup>358</sup> COOLS, S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *R.P.S.*, 2007, pp. 187-190.

<sup>359</sup> *Ibid.*, p. 190.

<sup>360</sup> *Ibid.*, pp. 190-191.

<sup>361</sup> *Ibid.*, pp. 191-195 ; BAINBRIDGE, S., « Director Primacy and Shareholder Disempowerment », *Harvard Law Review*, 2006, Vol. 119, n° 6, pp. 1735- 1758 ; GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, pp. 93-94.

<sup>362</sup> WILLERMAIN, D., « Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes : état des lieux et réflexions », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 144-145 ; COOLS, S., *op. cit.*, pp. 188-195 ; BAINBRIDGE, S., *op. cit.*, pp. 1735- 1758.

<sup>363</sup> COOLS, S., *op. cit.*, p. 192.

d'une protection forte des actionnaires aux Etats-Unis, l'actionnariat resterait dispersé »<sup>364</sup>. Ensuite, la répartition juridique permet de comprendre la différence de type d'actionnariat entre l'Europe continentale et les Etats-Unis indépendamment de la protection légale des actionnaires<sup>365</sup>.

Enfin, l'argument de convergence vers un actionnariat dispersé est également contestable. En effet, l'actionnariat dispersé n'est qu'un cas particulier de l'actionnariat concentré qui est la norme internationale et le premier état de toute société<sup>366</sup>. En effet, chronologiquement, une société nouvellement constituée est d'abord fermée vis-à-vis des marchés financiers et ensuite se développe en lançant une *initial public offering* (IPO). Si la société est cotée, elle contient tout d'abord des dispositions anti-OPA afin de favoriser les investissements spécifiques et ensuite les supprime pour s'ouvrir au marché<sup>367</sup>. De plus, les sociétés cotées ne sont qu'un cas particulier du capitalisme moderne<sup>368</sup>. En effet, bien que celles-ci représentent 60 % du chiffre d'affaires global, elles représentent moins de 1/100000 des entreprises en activité<sup>369</sup>. Par ailleurs, cette convergence était justifiée par la supériorité économique des Etats-Unis sur les autres économies et dont les sociétés Enron et Worldcom étaient citées en exemple pour leur gouvernement d'entreprise. Cependant, cet argument n'est plus pertinent aujourd'hui en raison des crises successives que l'économie mondiale a connues et de la faillite retentissante de ces deux figures de proue<sup>370</sup>.

Afin de protéger les actionnaires du risque d'expropriation sans intervention législative grâce aux seuls mécanismes de marché, la théorie néolibérale a élaboré une théorie du marché financier qui est analysée ci-dessous.

### III.7. Les marchés financiers

Nous allons tout d'abord voir les caractéristiques des marchés financiers en tant que mode alternatif de financement de l'économie. Nous examinerons ensuite l'hypothèse du marché

---

<sup>364</sup> COOLS, S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *R.P.S.*, 2007, p. 191.

<sup>365</sup> *Ibid.*, p. 194.

<sup>366</sup> GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, p. 78.

<sup>367</sup> STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, pp. 1205-1207.

<sup>368</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 243.

<sup>369</sup> *Ibid.*, pp. 242-243.

<sup>370</sup> *Ibid.*, pp. 245-246 ; IRELAND, P., "Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth", *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, p. 76.

efficace qui joue un rôle fondamental dans le modèle du « shareholder primacy ». Nous terminerons par l'analyse de la théorie du marché financier en tant que contrôleur externe des sociétés.

### III.7.1. Le marché financier en tant que mode alternatif de financement de l'économie

Dans le dernier quart du 20<sup>ème</sup> siècle, le financement des sociétés est passé d'une économie d'endettement à une économie de fonds propres<sup>371</sup>. L'économie d'endettement est caractérisée par un recours des sociétés au crédit bancaire en vue de leur financement<sup>372</sup>. A l'opposé, l'économie de fonds propres se caractérise par un financement des sociétés par les marchés financiers, notamment par l'émission d'actions en contrepartie de l'apport de capital des épargnants actionnaires<sup>373</sup>. Néanmoins, une intermédiation financière s'est développée afin d'orienter l'épargne des ménages vers les sociétés<sup>374</sup> par l'acquisition de portefeuilles diversifiés afin d'en réduire le risque<sup>375</sup>. Le crédit bancaire est ainsi devenu pour de telles sociétés une forme alternative de financement<sup>376</sup>.

Cette intermédiation est caractérisée par le développement des investisseurs dits « institutionnels » qui sont des institutions ayant pour mission d'investir l'épargne des ménages dans les marchés financiers<sup>377</sup>. Il existe de nombreux types d'investisseurs institutionnels tels que les caisses de retraites, les fonds d'investissement, les fonds de placement ou encore les fonds d'arbitrage<sup>378</sup>.

La classe des actionnaires n'est désormais plus confinée à un petit groupe de riches citoyens mais s'est étendue à l'ensemble des ménages<sup>379</sup>.

Ces phénomènes de massification de l'actionariat et de financement alternatif des sociétés par les marchés financiers relient la primauté de l'actionnaire à l'intérêt général<sup>380</sup>. En effet,

---

<sup>371</sup> RENVERSEZ, F., « De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, p. 56.

<sup>372</sup> *Ibid.*, p. 54.

<sup>373</sup> *Ibid.*, p. 56.

<sup>374</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 142.

<sup>375</sup> RENVERSEZ, F., *op. cit.*, p. 60.

<sup>376</sup> *Ibid.*, p. 61.

<sup>377</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 142.

<sup>378</sup> *Ibid.*, p. 142.

<sup>379</sup> IRELAND, P., « Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth », *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, pp. 55-56.

<sup>380</sup> DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, p. 58.

l'ensemble des ménages devenant actionnaire, la primauté de l'actionnaire est considérée comme le meilleur moyen pour réaliser le bien-être social global<sup>381</sup>. Sur base de ces considérations, la Cour de cassation de Belgique<sup>382</sup> a ainsi reconnu que le régime des OPA obligatoires relevait de l'ordre public<sup>383</sup>. En effet, la Cour de cassation a dit pour droit qu' « *est d'ordre public la législation qui touche aux intérêts essentiels de l'Etat ou de la collectivité ou qui fixe, dans le droit privé, les bases juridiques sur lesquelles repose l'ordre économique ou moral de la société* »<sup>384</sup>. Le droit des sociétés protège ainsi les actionnaires du public moins en raison de leurs droits subjectifs qu' « *aux fins primordiales et essentielles de protéger l'épargne, d'encourager la masse des épargnants à investir dans les sociétés commerciales, de susciter et de raffermir la confiance des investisseurs et de promouvoir le développement des marchés financiers* »<sup>385</sup>.

### III.7.2. L'hypothèse du marché efficient

Selon l'hypothèse du marché efficient, le marché financier est réputé efficient dans la mesure où il intègre toute l'information disponible pour les acteurs du marché<sup>386</sup> de telle façon que le prix de négociation d'un titre coté sur ce marché « *traduit parfaitement les anticipations des acheteurs et des vendeurs sur les dividendes futurs de ce titre* »<sup>387</sup>. Dans cette hypothèse, les acteurs du marché sont considérés comme rationnels dans la mesure où ils interprètent parfaitement l'information qui leur est donnée<sup>388</sup>. Ainsi, le libre jeu du marché financier suffirait « *à faire converger les intérêts individuels vers les décisions les plus performantes et à assurer la performance économique des entreprises* »<sup>389</sup>. A l'inverse, si le marché n'était pas efficient, les acteurs du marché achèteraient ou vendraient les titres pour des raisons autres que leur anticipation de profits et il en résulterait une « *déconnexion entre la*

---

<sup>381</sup> IRELAND, P., "Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth", *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, p. 73.

<sup>382</sup> Cass., 10 mars 1994, *Pas.*, 1994, I, p. 237.

<sup>383</sup> DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, p. 58.

<sup>384</sup> Cass., 10 mars 1994, *Pas.*, 1994, I, p. 237.

<sup>385</sup> DE CORDT, Y., et HORSMANS, G., « La recherche arbitrale de l'efficacité sociétaire », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 537-538.

<sup>386</sup> GOMEZ, P.-Y., « Leçons de la crise et perspectives pour l'après-crise », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 293.

<sup>387</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 249.

<sup>388</sup> *Ibid.*, p. 249.

<sup>389</sup> *Ibid.*, p. 236.

*performance financière (des actions) et la performance économique (des entreprises) »<sup>390</sup>. Le marché deviendrait alors « un casino ou une loterie allouant des ressources au hasard »<sup>391</sup>.*

Par cette hypothèse, la théorie néolibérale renverse les conclusions de Berle et Means en considérant la dilution du capital non comme un synonyme de passivité des actionnaires mais comme un moyen d'impliquer tous les actionnaires dans le contrôle de la gestion de la société<sup>392</sup>. En effet, le marché, bien que composé d'un très grand nombre d'acteurs autonomes, est considéré comme un actionnaire unique contrôlant la gestion et la performance des sociétés sur base du cours de bourse de l'action<sup>393</sup>. Néanmoins, pour que le marché puisse agir en tant qu'actionnaire unique, il doit être efficient<sup>394</sup>. En effet, les acteurs du marché peuvent commettre des erreurs individuelles d'appréciation mais globalement en raison de la masse des actionnaires qui échangent des titres sur le marché « *le prix qui en résulte annule les excès d'évaluation à la hausse ou à la baisse et (...) exprime, au final, la valeur attribuée par l'ensemble du marché aux titres* »<sup>395</sup>. Ainsi, le cours de bourse de l'action est devenu « un indicateur infaillible pour orienter la gestion des entreprises »<sup>396</sup> et l'hypothèse d'efficience du marché permet d'augmenter la richesse sociale globale en allouant les ressources de façon plus efficace<sup>397</sup> vers les sociétés les plus performantes<sup>398</sup>.

Le modèle de la primauté de l'actionnaire s'appuie sur cette hypothèse<sup>399</sup> dans la mesure où il évalue la bonne ou la mauvaise gestion d'une société par ses dirigeants en fonction du cours de bourse de son action. Ainsi, l'hypothèse du marché efficient est « *absolument nécessaire* »<sup>400</sup> pour légitimer ce modèle de gouvernance<sup>401</sup>. C'est pourquoi, la théorie néolibérale a érigé l'hypothèse du marché efficient en véritable dogme<sup>402</sup> fondant ainsi

---

<sup>390</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, pp. 249-250.

<sup>391</sup> *Ibid.*, p. 250.

<sup>392</sup> *Ibid.*, p. 235.

<sup>393</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 377 ; REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 7.

<sup>394</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 377.

<sup>395</sup> *Ibid.*, pp. 377-378.

<sup>396</sup> *Ibid.*, p. 378.

<sup>397</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 390.

<sup>398</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 234.

<sup>399</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 7.

<sup>400</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 250.

<sup>401</sup> *Ibid.*, pp. 249-250.

<sup>402</sup> *Ibid.*, p. 250.

« l’assertion, systématiquement répétée comme une loi naturelle, selon laquelle les marchés ne peuvent pas se tromper »<sup>403</sup>.

Cependant, cette prétendue efficacité souffre d’une absence de preuve empirique<sup>404</sup>. En effet, certaines observations montrent « des divergences durables et répétées entre la valeur « réelle » des sous-jacents et leur évaluation par le marché »<sup>405</sup>. Toutefois, la théorie néolibérale avait anticipé ce constat en affirmant que ces divergences disparaîtraient sur le long terme en raison de l’anticipation des taux de profits<sup>406</sup>. Néanmoins, bien que des corrections apparaissent toujours à terme, celles-ci ne permettent pas de réparer les effets dévastateurs que peuvent avoir des évaluations erronées et répétées de la part du marché sur les sociétés<sup>407</sup>. De plus, le raisonnement de l’efficacité à long terme du marché est un raisonnement macroéconomique alors que l’entreprise a besoin d’une gouvernance microéconomique parce qu’elle est régulée par « la pression du marché dans une succession de courts termes »<sup>408</sup>.

Une deuxième critique réside dans le fait que l’hypothèse du marché efficace conduit à un problème de passager clandestin<sup>409</sup>. En effet, plus la part détenue par un actionnaire dans le capital d’une société est faible, moins il a d’intérêt à rechercher l’information exacte sur cette société<sup>410</sup> parce que le coût de vérification sera fort élevé par rapport au bénéfice qu’il en retirera. Il est donc plus rationnel pour lui d’attendre un « bon » prix du marché<sup>411</sup>. Par conséquent, l’efficacité du marché dépend de la rationalité collective du marché<sup>412</sup>. Or la somme de comportements individuels rationnels peut mener à un comportement collectif sous-optimal ce qui a pour conséquence que « le prix d’une action traduit autant de désinformations et de croyances erronées que de données étudiées rationnellement »<sup>413</sup>.

---

<sup>403</sup> GOMEZ, P.-Y., « Leçons de la crise et perspectives pour l’après-crise », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l’intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 293.

<sup>404</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 378.

<sup>405</sup> *Ibid.*, p. 378.

<sup>406</sup> *Ibid.*, p. 378.

<sup>407</sup> *Ibid.*, p. 380 ; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L’entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 255.

<sup>408</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 255.

<sup>409</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 379.

<sup>410</sup> *Ibid.*, p. 379.

<sup>411</sup> *Ibid.*, p. 379.

<sup>412</sup> *Ibid.*, p. 379.

<sup>413</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 251.

Une troisième critique concerne le rôle attribué à l'information qui s'avère contreproductif sur la performance économique<sup>414</sup>. En effet, selon l'hypothèse du marché efficient, l'information doit circuler librement afin que les erreurs d'appréciation des uns soient compensées par les évaluations correctes des autres<sup>415</sup>. La transparence de l'information est donc fondamentale dans un tel système<sup>416</sup>. Cependant, l'accroissement de la taille des marchés entraîne une augmentation des causes favorisant une information imparfaite<sup>417</sup>. En effet, un coût considérable est nécessaire pour analyser les flux de plus en plus importants d'informations correctes ou non sur l'entreprise et ce coût est augmenté par la rapidité de plus en plus grande des transactions financières<sup>418</sup>. De plus, l'opportunisme rationnel des actionnaires entraîne une « *multiplication d'informations incomplètes ou erronées, de rumeurs ou de fausses annonces* »<sup>419</sup> afin qu'ils puissent exploiter l'information qu'ils détiennent à leur seul avantage<sup>420</sup>.

Une quatrième critique concerne l'inadaptation de l'hypothèse du marché efficient au contexte financier et économique actuel<sup>421</sup>. En effet, depuis les années quatre-vingt, la cotation des titres est réalisée en continu ce qui entraîne qu'un investisseur ne doit plus attendre que le marché lui indique le prix d'équilibre<sup>422</sup>. Les investisseurs ne sont donc plus des preneurs de prix mais peuvent au contraire « *jouer contre le marché, c'est-à-dire (...) chercher à faire mieux que ce qui apparaîtra finalement comme le prix d'équilibre* »<sup>423</sup>. Dans ces conditions, le marché n'est plus le régulateur des prix des transactions mais devient un espace permettant la spéculation<sup>424</sup>. C'est ainsi que ces dernières décennies ont vu apparaître « *des variations de prix d'actifs clairement et durablement déconnectées de la réalité économique sous-jacente et, donc, des bulles persistantes* »<sup>425</sup>.

La dernière critique concerne l'argument selon lequel la poursuite de la primauté de l'actionnaire à travers les mécanismes d'un marché efficient augmente la richesse sociale

---

<sup>414</sup> GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 379.

<sup>415</sup> *Ibid.*, p. 379.

<sup>416</sup> *Ibid.*, p. 379.

<sup>417</sup> *Ibid.*, p. 379.

<sup>418</sup> *Ibid.*, p. 379 ; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 252.

<sup>419</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 379.

<sup>420</sup> *Ibid.*, p. 379 ; IRELAND, P., "Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth", *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, p. 77 ; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, pp. 252-253.

<sup>421</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 380.

<sup>422</sup> *Ibid.*, p. 380.

<sup>423</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 380.

<sup>424</sup> *Ibid.*, p. 380 ; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 252-254.

<sup>425</sup> GOMEZ, P.-Y., *op. cit.*, p. 380.

globale<sup>426</sup>. Cet argument est contestable dans la mesure où la primauté de l'actionnaire entraîne une focalisation par les managers sur les investissements à court terme<sup>427</sup> qui ont une plus grande tendance à échouer dans la maximisation de la richesse globale<sup>428</sup> en raison de l'absence de « règle d'optimalité de la profitabilité durable »<sup>429</sup>. En effet, ce modèle de gouvernance conduit les managers vers « une vision stratégique simpliste mais dangereuse »<sup>430</sup> dans la mesure où « [ils] sont eux-mêmes enclins à encourager la spéculation des marchés, y compris, contre les intérêts de leur entreprise »<sup>431</sup>.

Par ailleurs, les partisans de l'hypothèse du marché efficient justifient son efficience par la supériorité du PIB des Etats-Unis et du Royaume-Uni qui possèdent un marché financier plus développé sur celui des pays d'Europe occidentale<sup>432</sup>. Néanmoins, les différences en termes de PIB ne sont pas un indicateur de l'efficacité d'un modèle économique en termes de richesse sociale globale<sup>433</sup>. En effet, la distribution des richesses est plus inégalitaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni qu'en France ou en Allemagne<sup>434</sup>. Ainsi, l'hypothèse du marché efficient et le modèle de la primauté de l'actionnaire sont peut-être économiquement efficace mais ne bénéficient en tout cas pas à toutes les couches de la société<sup>435</sup>.

Ce constat est d'autant plus interpellant que ces vingt dernières années ont vu une plus grande accessibilité par tous les ménages au marché financier et une augmentation des inégalités de richesses<sup>436</sup>. Ces inégalités sont en partie expliquées par la détention d'actions de façon disproportionnée par les familles les plus riches<sup>437</sup>. Ainsi, la primauté de l'actionnaire n'est en réalité que la primauté d'une élite privilégiée qui représente seulement 10 % de tous les ménages actionnaires<sup>438</sup>.

---

<sup>426</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, p. 390.

<sup>427</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 255 ; KEAY, A., *op. cit.*, p. 391.

<sup>428</sup> KEAY, A., *op. cit.*, pp. 391-392.

<sup>429</sup> MARTINET A.-C., « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 60.

<sup>430</sup> *Ibid.*, p. 60.

<sup>431</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 255.

<sup>432</sup> HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, pp. 107-109.

<sup>433</sup> *Ibid.*, pp. 107-109.

<sup>434</sup> *Ibid.*, pp. 107-109.

<sup>435</sup> *Ibid.*, pp. 107-109.

<sup>436</sup> IRELAND, P., "Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth", *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, p. 71.

<sup>437</sup> *Ibid.*, p. 72.

<sup>438</sup> *Ibid.*, pp. 66-67.

Ces critiques nous amènent à la conclusion que le marché est non seulement non efficient mais qu'il est aussi hautement susceptible de manipulations par les actionnaires<sup>439</sup>. Ce dogme de la pensée néolibérale ayant été déconstruit, nous pouvons analyser la divergence d'intérêts des actionnaires qui ne s'annule donc plus statistiquement par le biais d'un prétendu marché efficient<sup>440</sup>.

### III.7.3. Les différents types d'actionnaires

La divergence d'intérêts des actionnaires<sup>441</sup> dénie le caractère certain du modèle de la primauté de l'actionnaire<sup>442</sup> et en particulier de son critère d'évaluation de la responsabilité des dirigeants dans la mesure où une décision peut être ressentie par certains actionnaires comme contraire à leurs intérêts alors que pour d'autres, elle les favorise.

Cette divergence d'intérêts peut tout d'abord résulter du désaccord entre actionnaires concernant le retour sur investissement à court ou à long terme<sup>443</sup>. Ensuite, les actionnaires peuvent être en désaccord sur la volonté de s'impliquer dans la gestion de la société<sup>444</sup>. En effet, il existe une différence essentielle entre le comportement d'un actionnaire et celui d'un investisseur<sup>445</sup>. L'objectif de l'investisseur est de faire fructifier son portefeuille d'actions et il considère l'action comme un moyen de s'enrichir à court terme<sup>446</sup>. Au contraire, l'actionnaire vise « *la pérennité d'une entreprise particulière dont il détient des titres de propriété, parce qu'il la considère comme un élément durable de son patrimoine* »<sup>447</sup> et il considère l'action comme un moyen d'influencer la société afin que celle-ci prospère et augmente la valeur de son patrimoine à long terme<sup>448</sup>. Ainsi, l'actionnaire utilise les mécanismes de contrôle interne et particulièrement la « *voice* » (le vote en assemblée

---

<sup>439</sup> IRELAND, P., "Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth", *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, p. 77.

<sup>440</sup> GOMEZ, P.-Y., « Leçons de la crise et perspectives pour l'après-crise », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 293.

<sup>441</sup> FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law, The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, pp. 661-662.

<sup>442</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, pp. 385-390.

<sup>443</sup> FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 661; KEAY, A., *op. cit.*, pp. 388-408.

<sup>444</sup> *Ibid.*, p. 661; KEAY, A., *op. cit.*, pp. 388-408.

<sup>445</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, pp. 153-154.

<sup>446</sup> *Ibid.*, pp. 153-154.

<sup>447</sup> *Ibid.*, p. 154.

<sup>448</sup> *Ibid.*, p. 154.

générale) afin d'influencer les managers alors que l'investisseur agit par le biais du marché afin de pousser les managers à maximaliser la valeur boursière de la société<sup>449</sup>.

Cette divergence d'intérêts peut aussi résulter du degré de diversification de l'actionnaire<sup>450</sup>. En effet, l'intérêt d'un simple actionnaire sera différent de celui qui est aussi obligataire de la société. Cette divergence peut encore résulter d'un désaccord sur le degré de risque accepté dans la conduite des affaires sociales<sup>451</sup> ou lors de l'affectation des bénéfices, certains pouvant souhaiter une distribution de dividendes alors que d'autres voudraient une mise en réserve afin de réaliser des investissements futurs<sup>452</sup>.

Cette divergence d'intérêts résulte également des différentes catégories d'actionnaires. L'actionnaire de contrôle ou de référence d'une société cotée se différencie des actionnaires du public dans la mesure où ces derniers « *constituent plus une variété d'investisseurs, que de véritables associés* »<sup>453</sup>. Cette opposition ne signifie pas que tous les actionnaires du public ont un même intérêt. En effet, au sein de ces actionnaires, appelés aussi actionnaires minoritaires, il existe trois grandes catégories qui ont des intérêts divergents<sup>454</sup>. La première catégorie est celle des actionnaires individuels dont l'objectif est d'obtenir un complément de revenus grâce à leur investissement en bourse<sup>455</sup>. Lorsque cet actionnaire est aussi salarié de la société, il manifeste une volonté de stabiliser la coalition en place et constitue « *un véritable bouclier anti-OPA* »<sup>456</sup>. La deuxième catégorie est composée des actionnaires industriels qui sont des clients ou des fournisseurs de la société dont l'objectif est de maximiser un revenu global provenant d'une part, des plus-values réalisées en bourse et des dividendes liés à l'action et d'autre part, des transactions commerciales réalisées avec la société<sup>457</sup>. La dernière catégorie est celle des actionnaires institutionnels qui est la catégorie la plus importante au niveau de la quantité des fonds gérés et de l'activisme de ses

---

<sup>449</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, pp. 157-160.

<sup>450</sup> FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 661; KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, pp. 388-408.

<sup>451</sup> FISCH, J. E., *op. cit.*, p. 661; KEAY, A., *op. cit.*, pp. 388-408; DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, p. 86.

<sup>452</sup> KEAY, A., *op. cit.*, pp. 407-408 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, p. 31.

<sup>453</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 108.

<sup>454</sup> ALBOUY, M. et SCHATT, A., « « Activisme et Proxy Fight » Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 299.

<sup>455</sup> *Ibid.*, p. 299.

<sup>456</sup> *Ibid.*, p. 299.

<sup>457</sup> *Ibid.*, p. 299.

membres<sup>458</sup>. Cette catégorie est composée principalement de trois types de fonds<sup>459</sup>. Tout d'abord, les fonds mutuels classiques, tels les fonds de pension, ont pour objectif de « *garantir des revenus complémentaires à l'investisseur final* »<sup>460</sup>. Ensuite, les fonds socialement responsables visent à valoriser leur patrimoine en sélectionnant selon certains critères éthiques, les sociétés dans lesquelles ils vont investir, par exemple celles qui développent des énergies renouvelables<sup>461</sup>. Enfin, les fonds d'arbitrage ou *hedge funds* visent le profit à court terme<sup>462</sup>.

Nous avons ainsi vu que le caractère certain du modèle de la primauté de l'actionnaire est contestable dès lors que les intérêts des actionnaires et singulièrement ceux des actionnaires du public sont fort variés.

#### III.7.4. Le marché financier en tant que contrôleur externe des sociétés

L'hypothèse du marché efficient entraîne un changement de rôle du marché financier. En effet, « *dès lors que la performance de l'entreprise se traduit par le profit, et celui-ci par le cours de l'action en Bourse, les marchés financiers deviennent les lieux décisifs du contrôle de l'entreprise* »<sup>463</sup>. Le marché boursier est ainsi devenu un espace d'évaluation de la gestion et de la performance d'une société<sup>464</sup> et a acquis un rôle disciplinaire d'alignement du comportement des dirigeants sur le cours de bourse<sup>465</sup>. Ce contrôle est externe dans la mesure où il s'exerce par le biais du marché et nécessite que l'action y soit librement et facilement cessible<sup>466</sup>. Le marché financier a tout d'abord un rôle disciplinaire à l'égard du financement des sociétés<sup>467</sup>. En effet, dans un marché efficient, le prix des titres intègre nécessairement les coûts d'agence qui résultent des conflits entre dirigeants et actionnaires et entre actionnaires

---

<sup>458</sup> ALBOUY, M. et SCHATT, A., « « Activisme et Proxy Fight » Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 299 ; WYMEERSCH, E., « Shareholders in Action », *Financial Law Institute*, Université Gent, WP 2007-03 ; BAINBRIDGE, S., « Director Primacy and Shareholder Disempowerment », *Harvard Law Review*, Vol. 119, n° 6 (avril 2006), pp. 1735- 1758.

<sup>459</sup> ALBOUY, M. et SCHATT, A., *op. cit.*, p. 299.

<sup>460</sup> *Ibid.*, p. 299.

<sup>461</sup> LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens= sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 241 ; ALBOUY, M. et SCHATT, A., *op. cit.*, pp. 299-300.

<sup>462</sup> ALBOUY, M. et SCHATT, A., *op. cit.*, p. 300.

<sup>463</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 234.

<sup>464</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 7.

<sup>465</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>466</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, p. 230.

<sup>467</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 210.

dominants et minoritaires<sup>468</sup>. Dans la mesure où les risques de stratégies opportunistes des dirigeants et des actionnaires dominants sont intégrés dans le prix des titres, la valeur de la société et ses capacités de financement par le marché sont réduites, c'est-à-dire que son potentiel d'attraction de nouveaux actionnaires en est diminué<sup>469</sup>. Ainsi, afin de développer la société, les dirigeants et les actionnaires dominants auront tendance à restreindre leurs comportements opportunistes<sup>470</sup>.

Ensuite, le rôle disciplinaire du marché financier peut prendre la forme d'un « marché des prises de contrôle »<sup>471</sup> ou « *market for corporate control* »<sup>472</sup>. Le cours de l'action étant considérée comme une évaluation objective de la performance du management, la chute du cours de l'action entraîne la mise en évidence de la défaillance du management<sup>473</sup> et accroît la menace de lancement d'une OPA sur la société<sup>474</sup>. Si l'OPA réussit, le tiers acquéreur remplacera les membres du management afin d'améliorer la valeur actionnariale de la société<sup>475</sup>. Ainsi, la chute du cours de bourse menace la carrière des dirigeants<sup>476</sup> et les pousse à être plus performants, c'est-à-dire à augmenter la valeur actionnariale de la société<sup>477</sup>. Ce rôle disciplinaire suppose donc la règle de passivité du management en cas d'OPA et l'abolition des dispositions anti-OPA<sup>478</sup> telles que les *poison pills*<sup>479</sup>. En effet, il a été observé qu'en cas d'adoption de dispositifs anti-OPA par la société, le cours de bourse de l'action diminuait en moyenne d'un pourcent<sup>480</sup>. De plus, les mesures anti-OPA sont un des sujets les plus abordés au sein des assemblées générales ce qui « *témoigne d'une maturité des actionnaires, qui ont bien compris que le marché des prises de contrôle constituait un rempart contre un management défaillant* »<sup>481</sup>. Cependant, les prises de contrôle sont des

---

<sup>468</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 210.

<sup>469</sup> *Ibid.*, pp. 210-211.

<sup>470</sup> *Ibid.*, p. 211.

<sup>471</sup> *Ibid.*, p. 211.

<sup>472</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, p. 249.

<sup>473</sup> ROUSSEAU, S., *op. cit.*, p. 211.

<sup>474</sup> *Ibid.*, p. 211.

<sup>475</sup> *Ibid.*, p. 211.

<sup>476</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 7.

<sup>477</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., *op. cit.*, p. 249; REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 7.

<sup>478</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 755-766.

<sup>479</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 7.

<sup>480</sup> GINGLINGER, E., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 44.

<sup>481</sup> ALBOUY, M. et SCHATT, A., « « Activisme et Proxy Fight » Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 301.

mécanismes de dernier ressort mis en œuvre seulement lorsque le contrôle interne est défaillant<sup>482</sup>. Mais en raison de « *la dilution du capital, les assemblées générales sont devenues obsolètes (...) et les conseils d'administration deviennent régulièrement suspects (quels intérêts représentent-ils désormais, lorsque le capital est aussi dilué ?)* »<sup>483</sup>. Ainsi, le contrôle externe est devenu le mécanisme le plus efficace<sup>484</sup>. Le modèle de la primauté de l'actionnaire « *privilégie [donc] l'« exit » sur la « voice », le « vote par les pieds » (la possibilité pour les actionnaires minoritaires de vendre leur titre en cas d'insatisfaction) sur la prise de parole (jugée peu effective depuis Berle et Means)* »<sup>485</sup>. Néanmoins, le contrôle externe facilite la mise en œuvre du contrôle interne par des actionnaires actifs<sup>486</sup>. En effet, une étude sur les OPA infructueuses pendant la période 1983-1989 montre que 34% des sociétés visées ont changé de dirigeants dans un délai de deux ans ce qui est un taux de près de deux fois supérieur à celui d'un échantillon pris au hasard<sup>487</sup>. De plus, très souvent, les investisseurs qui ont acquis un bloc de plus de 5% à la suite de l'OPA obtiennent un siège au conseil d'administration et sont directement responsables du départ des anciens dirigeants<sup>488</sup>.

Le rôle disciplinaire du marché apparaît aussi lors du non-respect par les sociétés cotées de leurs chartes éthiques<sup>489</sup>. En effet, la violation de ces chartes est sanctionnée par une baisse du cours de bourse de l'action<sup>490</sup> qui peut amener à la démission de certains membres du management<sup>491</sup>. Ainsi, la légitimité du conseil d'administration ne réside plus seulement dans son élection par les actionnaires mais aussi de plus en plus dans l'évaluation des marchés<sup>492</sup>.

Enfin, le marché sanctionne le non-respect ou l'explication non pertinente de la dérogation au code de *corporate governance* applicable dans la société<sup>493</sup>. Cette sanction « *fait appel à des*

<sup>482</sup> GINGLINGER, E., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 43.

<sup>483</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 305.

<sup>484</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, p. 249.

<sup>485</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, pp. 7-8.

<sup>486</sup> GINGLINGER, E., *op. cit.*, p. 44.

<sup>487</sup> *Ibid.*, p. 44.

<sup>488</sup> *Ibid.*, p. 44.

<sup>489</sup> WYMEERSCH, E., « Shareholders in Action », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2007-03, p. 9.

<sup>490</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>491</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>492</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>493</sup> MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, pp. 6-7 ; AUTENNE, A. et AYDOGDU, R., « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise - La « corporate governance », entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'Etat », in *D.B.F.*, 2010/3, p. 161.

*mécanismes de réputation et de pression, mis en œuvre par l'ensemble des acteurs des marchés de capitaux (marchés réglementés, agences de notation, banques d'affaires, organisations de représentation des petits porteurs, médias, opinion publique) et qui culminent dans la sanction des actionnaires, qui sont censés détourner leurs investissements des sociétés dont le gouvernement d'entreprise est déficient* »<sup>494</sup>.

Ces différents mécanismes de contrôle montrent « *un glissement clair de la détention de la force entrepreneuriale de la poigne visible des managers à la main invisible du marché* »<sup>495</sup>. De plus, « *l'évaluation interne de la « création de valeur » s'est soumise à l'évaluation externe qu'en font les investisseurs* »<sup>496</sup>. En effet, à partir des années nonante, l'évaluation de la création de richesses d'une société s'est faite sur base de son rendement financier tel que le ROE (*Return on Equity*)<sup>497</sup> ou l'EVA (*Economic Value Added*)<sup>498</sup>. Ces indicateurs permettent aux investisseurs de repérer quelles sont les sociétés qui garantissent un taux de rendement élevé du capital investi<sup>499</sup> et alliés à la transparence de l'information, ils tentent « *de gérer l'organisation interne au nom des attentes externes du marché financier* »<sup>500</sup>. Cette tendance amène certains auteurs<sup>501</sup> à se demander si l'intérêt du marché ne se substituerait pas à l'intérêt de la société<sup>502</sup>.

Cependant, « *dès lors que l'on suppose que les prix boursiers ne reflètent plus nécessairement au mieux la capacité de l'entreprise à dégager des flux de profits à long terme, il est clair que le principe d'un marché boursier comme marché du contrôle perd de sa force* »<sup>503</sup>. En effet, le marché n'étant pas (toujours) efficient, le prix de l'action peut changer en raison d'éléments

---

<sup>494</sup> AUTENNE, A. et AYDOGDU, R., « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise - La « corporate governance », entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'Etat », in *D.B.F.*, 2010/3, p. 168.

<sup>495</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 176.

<sup>496</sup> *Ibid.*, 2009, p. 176.

<sup>497</sup> DEMBOUR, P., « Réflexions d'après crise : quelle finalité pour l'entreprise ? Que penser des exigences des banques en matière de ROE ? », in *Revue ban. et fin.*, 2010/4, p. 230.

<sup>498</sup> GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, pp. 176-177.

<sup>499</sup> *Ibid.*, pp. 176-177.

<sup>500</sup> *Ibid.*, p. 177.

<sup>501</sup> DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, p. 124 ; GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *op. cit.*, pp. 157-158 et p. 305.

<sup>502</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 124.

<sup>503</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 12.

irrationnels non liés à la valeur réelle de la société et il n'est donc pas un indicateur fiable pour évaluer la performance du management d'une société<sup>504</sup>.

D'autre part, le marché en tant qu'instrument disciplinaire a un effet pervers appelé « *myopic management* »<sup>505</sup> dans la mesure où les managers sont persuadés que s'ils ne se concentrent pas sur le court terme et en particulier sur les résultats trimestriels<sup>506</sup>, ils risquent d'être révoqués par l'assemblée générale ou par le résultat d'une prise de contrôle<sup>507</sup>.

Par ailleurs, il existe de sérieux doutes quant à l'efficacité économique du marché en tant que contrôleur des sociétés<sup>508</sup>. En effet, certaines études suggèrent que les OPA hostiles ne visent pas les sociétés peu performantes<sup>509</sup> et remettent ainsi en cause l'argument selon lequel le marché du contrôle permet une allocation efficace des ressources<sup>510</sup>. D'autres études remettent en cause l'argument selon lequel les OPA visent à sanctionner des dirigeants incompetents ou malhonnêtes<sup>511</sup>. Bien que les gains pour les actionnaires de la société acquise soient en moyenne importants, « *il est difficile d'en conclure que les inefficiences de management ont été éliminées, les synergies étant susceptibles de représenter l'essentiel des sources de gains* »<sup>512</sup>. De plus, la performance de la société devrait s'améliorer après la réussite de l'OPA grâce au changement de management<sup>513</sup> mais « *les nombreuses études empiriques conduites sur ce thème ne permettent pourtant pas de conclure en ce sens* »<sup>514</sup>.

Cependant, la matière est controversée et certaines études arrivent à un résultat favorable au rôle des OPA sur la performance des sociétés<sup>515</sup>. Il en est ainsi d'une étude qui a mesuré le lien de causalité entre les dispositions protectrices des actionnaires minoritaires et la

---

<sup>504</sup> KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, pp. 405-406; LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, pp. 249-250.

<sup>505</sup> LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., *op. cit.*, pp. 249-250; KEAY, A., *op. cit.*, p. 405.

<sup>506</sup> LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens = sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 239.

<sup>507</sup> KEAY, A., *op. cit.*, p. 405; LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., *op. cit.*, p. 249; DRIVER C., « Varieties of Governance », *Recherches économiques de Louvain*, 2008/4, Vol. 74, p. 436.

<sup>508</sup> DRIVER C., *op. cit.*, p. 436.

<sup>509</sup> *Ibid.*, p. 436.

<sup>510</sup> *Ibid.*, p. 436.

<sup>511</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 14.

<sup>512</sup> GINGLINGER, E., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, p. 44.

<sup>513</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 14.

<sup>514</sup> *Ibid.*, p. 14 ; GINGLINGER, E., *op. cit.*, p. 43.

<sup>515</sup> REBÉRIOUX, A., *op. cit.*, p. 13.

performance de la société<sup>516</sup>. Cette étude arrive à la conclusion que « *l'absence de provisions anti-OPA/OPE accroît la performance des firmes* »<sup>517</sup>. Néanmoins, cette conclusion doit être nuancée parce que l'indice employé pour l'étude ne permettait pas de distinguer les dispositifs visant spécifiquement les OPA de celles permettant de favoriser le vote des salariés lors de l'assemblée générale<sup>518</sup> qui est reconnu constituer « *un véritable bouclier anti-OPA* »<sup>519</sup>. De plus, d'autres études montrent que l'activisme des actionnaires au sein de l'assemblée générale visant la suppression de mesures anti-OPA ne conduit pas à améliorer la performance de la société<sup>520</sup>.

Nous en avons ainsi terminé avec la critique des fondements de la notion de « *shareholder primacy* » et nous allons maintenant en développer la critique ponctuelle liée à la crise de 2008.

### III.8. La critique ponctuelle

#### III.8.1. Le contexte

La critique ponctuelle est née de la crise bancaire de 2008 et consiste en une remise en cause de la primauté de l'intérêt de l'actionnaire au sein de la gestion des établissements de crédit dits « *systémiques* »<sup>521</sup> c'est-à-dire ceux dont la faillite peut « *affecter la stabilité du système financier (...) [national] ou international en raison du volume des dépôts (...), de [leur] importance sur le marché des crédits ou de [leur] rôle dans le système financier* »<sup>522</sup>. Lors de la crise bancaire de 2008, certains Etats ont dû réaliser des opérations de sauvetage des banques systémiques dont la viabilité était en péril<sup>523</sup>. Certaines de ces opérations n'ont pas respecté les dispositions du droit des sociétés, notamment lorsque certains Etats ont décidé d'importantes cessions sans convoquer préalablement une assemblée générale des actionnaires<sup>524</sup>. Dans certains pays dont la Belgique, la question de la relation entre l'objectif du sauvetage des

<sup>516</sup> REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 13.

<sup>517</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>518</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>519</sup> ALBOUY, M. et SCHATT, A., « « Activisme et Proxy Fight » Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, p. 299.

<sup>520</sup> GINGLINGER, E., *op. cit.*, p. 43.

<sup>521</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 114-117.

<sup>522</sup> Art. 57bis de la Loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

<sup>523</sup> WYMEERSCH, E., « Shareholder after the crisis », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12, p. 17.

<sup>524</sup> *Ibid.*, p. 17.

banques systémiques et les règles du droit des sociétés a donné lieu à des procédures judiciaires et à des réformes législatives<sup>525</sup>. Pendant la crise, un consensus s'est rapidement formé sur « l'idée que, dans un contexte extrême de crise et de mise en péril du système, l'intérêt patrimonial des actionnaires et leur association au processus interne de décision cesse de s'imposer comme une priorité, même lorsqu'il s'agit de prendre des mesures susceptibles d'affecter de manière significative la valeur de leur investissement »<sup>526</sup>. En effet, au niveau européen, la Commission<sup>527</sup> a promu des dispositifs permettant aux Etats de « se substituer, s'il le faut, aux organes de décision des établissements financiers en péril, en vue de la mise en place de solutions de sauvetage pouvant comporter des mesures d'expropriation »<sup>528</sup>. Cependant, ces opérations de sauvetage ont tout d'abord été réalisées sans base légale claire<sup>529</sup>. Les Etats les ont justifiées par la référence à la situation d'urgence, au risque d'une crise systémique, à l'intérêt public global ainsi qu'à l'adage selon lequel la nécessité fait loi<sup>530</sup>. Ensuite, les Etats ont procédé à des réformes législatives afin de donner un fondement légal à ces opérations<sup>531</sup>, notamment au Royaume-Uni par l'adoption du Banking Act de 2009<sup>532</sup>. Ces nouvelles dispositions ont tenté d'équilibrer les besoins de l'intérêt général et la protection des créanciers avec le respect des droits des actionnaires<sup>533</sup>. Désormais, le gouvernement peut, en cas d'urgence, prendre des mesures de restructuration fondamentale d'une société sans que ses actionnaires soient consultés préalablement<sup>534</sup>. Néanmoins, ces opérations doivent respecter le premier protocole de la Convention européenne des droits de l'homme relatif à la protection de la propriété privée qui interdit à l'Etat d'exproprier un individu sauf pour des motifs d'intérêt public et en respectant les conditions de la loi nationale et les principes de droits internationaux<sup>535</sup>. Lorsque l'intervention étatique ne respecte pas ces conditions, l'individu préjudicié a droit à une juste compensation mais non à la suspension des transactions décidées<sup>536</sup>.

---

<sup>525</sup> WYMEERSCH, E., « Shareholder after the crisis », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12, p. 17.

<sup>526</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 115.

<sup>527</sup> Communication de la Commission Européenne du 20 octobre 2009 : «Un cadre de l'Union Européenne pour la gestion des crises transfrontalières dans le secteur bancaire » (Comm [2009] 561), pp. 8 et s. ; Communication de la Commission Européenne du 26 mai 2010 : « Les fonds de résolution des défaillances bancaires » (Com [2010] 254).

<sup>528</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 115.

<sup>529</sup> WYMEERSCH, E., *op. cit.*, p. 18.

<sup>530</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>531</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>532</sup> *Ibid.*, p. 19; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 115.

<sup>533</sup> WYMEERSCH, E., *op. cit.*, p. 18.

<sup>534</sup> *Ibid.*, p. 19.

<sup>535</sup> *Ibid.*, pp. 18-19.

<sup>536</sup> *Ibid.*, p. 19.

Ces nouveaux dispositifs sont donc en contradiction flagrante avec la notion de « shareholder primacy » qui était pourtant promue auparavant, notamment par la Commission sous le couvert de la protection des actionnaires minoritaires<sup>537</sup>. Cependant, cette remise en cause n'est que ponctuelle et ne concerne que les risques de crise systémique et les établissements de crédit systémiques. L'originalité de cette remise en cause et des mécanismes élaborés ne doit pas être exagérée<sup>538</sup> puisque « le droit de l'insolvabilité repose (...) sur l'idée qu'à un certain moment, les risques qu'une entreprise économique fait courir à ses créanciers, et à l'environnement économique dans lequel elle évolue, sont tels qu'ils justifient que l'intérêt des tiers prime désormais sur l'intérêt des actionnaires »<sup>539</sup>. De plus, bien que juridiquement, le failli garde la propriété de ses biens, son dessaisissement a un effet analogue à celui d'une expropriation<sup>540</sup> dans la mesure où le failli perd la libre disposition de ses actifs qui font l'objet d'une « saisie collective »<sup>541</sup> dans l'intérêt des créanciers<sup>542</sup>.

De tels mécanismes d'expropriation ont déjà existé aux Etats-Unis pendant la deuxième guerre mondiale sous la présidence de Roosevelt et de Truman, sous la forme des *Executive orders*<sup>543</sup>. Ces derniers étaient des décrets pris par le gouvernement qui lui permettait de saisir des sociétés dans lesquelles le dialogue social entre la direction et les travailleurs était tenu en échec<sup>544</sup>. Les *Executive orders* sont basés sur la pensée d'Adolf Berle qui considérait que les droits de propriété privée devaient céder face à l'intérêt public<sup>545</sup>. De 1941 à 1945, septante et une sociétés ont ainsi été saisies<sup>546</sup>.

Nous avons ainsi vu de manière générale les nouveaux mécanismes élaborés en raison de la crise bancaire de 2008, concentrons-nous maintenant sur le cas de la Belgique.

---

<sup>537</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 112-113.

<sup>538</sup> *Ibid.*, p. 116.

<sup>539</sup> *Ibid.*, p. 116 ; FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law, The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, p. 668; SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism" », *E.B.L.R.*, 2002/2, p. 153.

<sup>540</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 116.

<sup>541</sup> GRÉGOIRE, M., *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 1992, n° 143.

<sup>542</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 116.

<sup>543</sup> BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, p. 117.

<sup>544</sup> *Ibid.*, p. 117.

<sup>545</sup> *Ibid.*, p. 111.

<sup>546</sup> *Ibid.*, p. 117.

### III.8.2. La loi du 2 juin 2010 introduisant un article 57 bis dans la loi bancaire de 1993

En Belgique, au plus fort de la crise bancaire, l'Etat a décidé d'imposer la cession d'une partie de la Banque Fortis à ses actionnaires. Ces derniers ont contesté ce plan de sauvetage devant les juridictions de Bruxelles (voyez *infra* IV.2.2.2.). Suite à cette affaire, le législateur belge, par une loi du 2 juin 2010<sup>547</sup>, a introduit un nouvel article 57bis dans la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit<sup>548</sup>. Cet article prévoit deux nouveaux mécanismes visant au sauvetage des établissements de crédit systémiques. L'article 57bis permet tout d'abord au gouvernement de prendre une mesure d'expropriation qui « *peut comporter le transfert à l'Etat, ou à toute autre personne de droit public ou de droit privé, belge ou étrangère, de tout ou partie du patrimoine de la banque en difficulté ou des titres émis par celle-ci, moyennant une « juste » indemnité* »<sup>549</sup> et ce, sans devoir respecter les clauses statutaires ou conventionnelles d'agrément ou de préemption ni les options d'achat d'un tiers ni les clauses statutaires ou conventionnelles empêchant la modification du contrôle de cet établissement<sup>550</sup>. Cette mesure d'expropriation est justifiée « lorsque la Banque [nationale de Belgique] constate qu'un établissement de crédit ne fonctionne pas en conformité avec les dispositions de la présente loi et des arrêtés et règlements pris pour son exécution, que sa gestion ou sa situation financière sont de nature à mettre en cause la bonne fin de ses engagements ou n'offrent pas des garanties suffisantes sur le plan de sa solvabilité, de sa liquidité ou de sa rentabilité, ou que ses structures de gestion, son organisation administrative ou comptable ou son contrôle interne présentent des lacunes graves (...) »<sup>551</sup>. Ensuite, l'article 57bis prévoit que dans une telle situation, le conseil d'administration de l'établissement de crédit systémique ne doit pas respecter les clauses statutaires relatives à la limite de ses pouvoirs<sup>552</sup> à condition qu'il établisse un rapport spécial justifiant le recours à cette disposition et exposant les décisions prises et qu'il le transmette dans les deux mois à l'assemblée générale<sup>553</sup>.

---

<sup>547</sup> L. du 2 juin 2010 visant à compléter les mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier, *M.B.*, 14 juin 2010.

<sup>548</sup> L. du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

<sup>549</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 115.

<sup>550</sup> Art. 57bis, §4, al. 3 de la Loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

<sup>551</sup> Art. 57, §1, al.1<sup>er</sup> de la Loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

<sup>552</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 115.

<sup>553</sup> Art. 57bis, §8 de la Loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

L'article 57bis de la loi bancaire privilégie donc les intérêts des autres parties prenantes à ceux des actionnaires dans un contexte particulier. Nous devons maintenant nous demander si de manière générale, la notion de « shareholder primacy » est reçue en droit belge.

#### **IV. La notion de « shareholder primacy » en droit belge**

La notion de « shareholder primacy » renvoie en droit belge à la controverse classique sur la notion de l'intérêt social.

L'intérêt social est « *la pierre de touche de la régularité des décisions des organes* »<sup>554</sup>. Cependant, il n'a jamais reçu de définition légale ni dans le Code civil<sup>555</sup> ni dans les lois coordonnées sur les sociétés commerciales<sup>556</sup> ni dans le Code des sociétés<sup>557</sup>. Le législateur a jugé opportun de laisser cette tâche à la jurisprudence<sup>558</sup>. Cette dernière et à sa suite, la doctrine connaissent une controverse classique sur la définition de l'intérêt social<sup>559</sup>.

Nous analyserons les différentes définitions doctrinales de la notion d'intérêt social et nous en verrons les différentes applications dans le Code des sociétés, par la jurisprudence et dans le Code Daems.

##### **IV.1. Les différentes définitions doctrinales de l'intérêt social**

Celles-ci sont au nombre de deux.

###### **IV.1.1. La définition restrictive**

L'intérêt social « *se confond avec celui de la « généralité des associés »* »<sup>560</sup> et se définit en fonction de « *la recherche en commun d'un gain produit par (...) [l'] investissement [des actionnaires] dans la société* »<sup>561</sup>. En d'autres termes, la définition restrictive de l'intérêt

---

<sup>554</sup> HEENEN, J., « L'intérêt social », in *Liber amicorum Paul De Vroede*, tome II, Diegem, Kluwer, 1994, p. 891.

<sup>555</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 231.

<sup>556</sup> TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 810.

<sup>557</sup> DIEUX, X., « De la société anonyme comme « modèle » et de la société cotée comme « prototype » », in *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 626.

<sup>558</sup> Rapport VERHAEGEN et BAYENET, *Donc. Parl.*, Sénat, sess. Ord. 1990-1991, n° 1107/3, pp. 152-153.

<sup>559</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 810.

<sup>560</sup> GLANSDORFF, B., « Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés (en ce compris les entreprises en difficulté) », in *L'entreprise économique sous « tutelle » judiciaire?*, Créadif, 1989, p. 6.

<sup>561</sup> *Ibid.*, p. 6.

social s'identifie à « *l'intérêt financier de l'ensemble des actionnaires en proportion de leurs participations respectives* »<sup>562</sup>.

Cette conception est basée d'une part, sur la notion d'intérêt commun au sens de l'ancien article 1833 du Code civil, reprise actuellement à l'article 19 du Code des sociétés, qui est un « *élément essentiel de la société* »<sup>563</sup> et d'autre part, elle repose sur un deuxième élément essentiel de la société<sup>564</sup>, à savoir le but de lucre qui « *reste, en principe, l'objectif ultime de toute société, et de toute société de capitaux en particulier, a fortiori s'il s'agit d'une société cotée (...)* »<sup>565</sup>.

Cette définition est justifiée par le principe de la spécialité légale selon lequel une société commerciale ne peut agir « *dans un autre but que celui en considération duquel la loi lui a reconnu la personnalité [juridique]* »<sup>566</sup>, à savoir « *la poursuite d'une activité intéressée en vue de procurer un gain à ses membres* »<sup>567</sup>.

D'autre part, cette définition se retrouve dans la théorie des devoirs fiduciaires<sup>568</sup> qui a notamment été invoquée par la Commission bancaire<sup>569</sup> afin de justifier l'introduction en droit belge de la règle de passivité en cas d'OPA hostile<sup>570</sup>.

Enfin, une telle définition correspond au contexte du cours normal des affaires et non à un contexte de crise<sup>571</sup>. De plus, les intérêts des autres parties prenantes pouvant être protégés par des « *mécanismes légaux (droit des contrats, droit social, droit du crédit, droit des*

---

<sup>562</sup> DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, p. 57.

<sup>563</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 813.

<sup>564</sup> *Ibid.*, p. 263 et p. 401.

<sup>565</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 119.

<sup>566</sup> GLANSDORFF, B., *op. cit.*, p. 5.

<sup>567</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>568</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 665 ; NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 233, note n° 78.

<sup>569</sup> Dont les missions sont reprises par la FSMA et la Banque nationale de Belgique depuis le 1<sup>er</sup> avril 2011 en application de l'A.R. du 3 mars 2011 mettant en œuvre l'évolution des structures de contrôle du secteur financier, *M.B.*, 9 mars 2011, p. 15623.

<sup>570</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 725 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 41 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 665-666.

<sup>571</sup> LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens= sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 234.

*liquidations collectives etc...)* »<sup>572</sup>, il ne se justifie pas d'étendre la notion de l'intérêt social aux intérêts de ces parties prenantes<sup>573</sup>.

Nous pouvons ainsi observer que la définition restrictive de l'intérêt social s'identifie à la notion de « shareholder primacy » dans la mesure où l'intérêt social se confond avec celui de la généralité des actionnaires et que la justification de cette définition s'appuie sur certains fondements de la notion de « shareholder primacy » tels que la théorie des devoirs fiduciaires et la théorie du contrat complet.

Par ailleurs, un autre courant de la doctrine nuance la notion restrictive de l'intérêt social en le définissant comme étant « *identique à celui de toute personne, physique ou morale qui exerce une activité économique : améliorer la place sur le marché de ses produits ou de ses services* »<sup>574</sup>. L'intérêt social « *implique donc la définition d'une politique à long terme globalement cohérente, aux plans financier, industriel, commercial, social... et actionnarial* »<sup>575</sup>. Cette définition s'identifie ainsi à l'intérêt à long terme des actionnaires<sup>576</sup>. Néanmoins, dans un « *contexte de crise grave* »<sup>577</sup> ou en cas de modifications fondamentales de la structure de la société telles qu'« *une fusion, une tentative de prise de contrôle, une dissolution anticipée ou une cessation des paiements* »<sup>578</sup>, le devoir des dirigeants de la société de tenir compte des intérêts des parties prenantes, en particulier des créanciers et des travailleurs, est justifié par le risque de graves perturbations de la situation de ces dernières<sup>579</sup>. Ainsi, le devoir du conseil d'administration de prendre en compte les intérêts de certaines parties prenantes en vertu de l'article 28, §1<sup>er</sup> de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux OPA<sup>580</sup> ne peut pas être généralisé à toute décision prise dans le cours normal de la vie sociale<sup>581</sup>. Il en est de même en cas de fusions où la loi prévoit expressément des mesures de protection des créanciers<sup>582</sup>. Nous pouvons ainsi identifier cette définition de l'intérêt social à

---

<sup>572</sup> LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens = sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 235.

<sup>573</sup> *Ibid.*, p. 234.

<sup>574</sup> HEENEN, J., « L'intérêt social », in *Liber amicorum Paul De Vroede*, tome II, Diegem, Kluwer, 1994, p. 894.

<sup>575</sup> LEMAITRE, H., *op. cit.*, p. 227.

<sup>576</sup> *Ibid.*, p. 229 ; NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 234.

<sup>577</sup> CORBISIER, I., « Pour une nouvelle dimension contractuelle et une personnalité morale non obligatoire en droit des sociétés », in *Travaux des XIV<sup>e</sup> journées d'études juridiques Jean Dabin*, Louvain-La-Neuve, 19-20 novembre 1993, p. 15.

<sup>578</sup> HEENEN, J., *op. cit.*, p. 894.

<sup>579</sup> *Ibid.*, p. 894.

<sup>580</sup> A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007.

<sup>581</sup> HEENEN, J., *op. cit.*, p. 895.

<sup>582</sup> *Ibid.*, p. 895.

la notion de « *enlightened shareholder value* » qui favorise la valeur actionnariale à long terme<sup>583</sup>.

#### IV.1.2. La définition entrepreneuriale

L'intérêt social englobe « *l'intérêt des travailleurs, des fournisseurs, des bailleurs de fonds, des clients, de la région ou de la communauté dans laquelle l'entreprise exploite son activité, voire l'intérêt général* »<sup>584</sup>. Cependant, cette définition « *ne signifie nullement que les organes sociaux doivent être attentifs à respecter simultanément, chacun [de ces intérêts] dans son intégralité* »<sup>585</sup>. En effet, « *envisagée ainsi, la définition de l'intérêt social serait évidemment paralysante et impraticable* »<sup>586</sup>. La société est donc considérée « *comme un going concern autour duquel de multiples intérêts s'agglomèrent* »<sup>587</sup> et dont leur concurrence « *doit être résolue par un arbitrage suffisamment étayé pour emporter l'adhésion, eu égard notamment à la nature de la décision en cause* »<sup>588</sup>. L'intérêt social se définit ainsi comme un concept de gestion<sup>589</sup> dans la mesure où il permet à l'organe compétent de la société de réaliser « *un équilibre entre l'intérêt collectif découlant du contrat de société et les relations avec les tiers* »<sup>590</sup> eu égard « *aux circonstances, aux spécificités de l'entreprise considérée et aux attentes légitimes des différentes parties prenantes* »<sup>591</sup>.

Cependant, cette définition « *ne justifie toutefois pas une inversion radicale des priorités, sauf à verser dans un dogmatisme semblable à celui dont il est arrivé* [à la notion de « shareholder

---

<sup>583</sup> GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008, pp. 20-21;

DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 120-121.

<sup>584</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 223 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 772 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 643-691 ; VAN OMMESLAGHE, P., « L'acquisition du contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurances*, Bruxelles, Larcier, 1994, p. 606.

<sup>585</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 226.

<sup>586</sup> *Ibid.*, p. 226.

<sup>587</sup> *Ibid.*, p. 223 ; DIEUX, X., « De la société anonyme comme « modèle » et de la société cotée comme « prototype » », in *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 625.

<sup>588</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 226 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 777.

<sup>589</sup> TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 814.

<sup>590</sup> *Ibid.*, pp. 814-815.

<sup>591</sup> DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, p. 88.

primacy »] *de procéder* »<sup>592</sup>. De plus, « *pareil renversement serait en outre incompatible avec un aspect essentiel (...) [du droit positif], en ce que le « but de lucre » reste, en principe, l'objectif ultime de toute société, et de toute société de capitaux en particulier (...)* »<sup>593</sup>.

Ainsi, dans cette conception, sous réserve « *des cas exceptionnels où le législateur impose lui-même aux dirigeants sociaux une ligne de conduite assignée à une finalité particulière (...), la régulation de la gouvernance des entreprises en général, et des sociétés cotées en particulier, n'a pas pour objet d'asservir à une ou plusieurs finalités préétablies l'action des dirigeants sociaux, mais d'organiser les conditions d'une réalisation acceptable (...)* [des arbitrages entre les différents intérêts en présence] »<sup>594</sup>.

Cette prise en compte *in concreto* des intérêts de toutes les parties prenantes se justifie notamment parce qu' « *une société (...) ne peut (...) raisonnablement et rationnellement agir et se développer qu'en ayant égard aux catégories d'intérêts concernés par ses activités* »<sup>595</sup>. D'autres arguments sont aussi invoqués à l'appui de cette définition.

Tout d'abord, au contraire de la définition restrictive, la définition entrepreneuriale respecte la personnalité morale de la société<sup>596</sup>. En effet, « *la poursuite par les sociétés d'un intérêt distinct des intérêts individuels des associés est à la base de la reconnaissance de la personnalité morale par le législateur* »<sup>597</sup>.

Ensuite, la théorie des devoirs fiduciaires n'a aucun fondement en droit positif<sup>598</sup>. En effet, l'article 1993 du Code civil relatif au mandat ne la soutient pas « *puisque les administrateurs sont les mandataires de la société et non pas ceux des actionnaires individuellement* »<sup>599</sup>. L'introduction de l'action sociale minoritaire dans le droit des sociétés<sup>600</sup> vient confirmer ce constat puisque les actionnaires agissent pour le compte de la société et « *le produit, en cas de succès, revient (...) à la société, au bénéfice de toutes les « parties prenantes » intéressées à*

---

<sup>592</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 119.

<sup>593</sup> *Ibid.*, p. 119.

<sup>594</sup> *Ibid.*, pp. 122-123.

<sup>595</sup> DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, p. 58.

<sup>596</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 812.

<sup>597</sup> *Ibid.*, pp. 812-813.

<sup>598</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 779 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 42.

<sup>599</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 779.

<sup>600</sup> Art. 562 du Code des sociétés.

la consistance patrimoniale de celle-ci »<sup>601</sup>. De plus, l'article 15, §2 de l'ancien arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux OPA et aux modifications du contrôle des sociétés faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne contrarie la théorie des devoirs fiduciaires<sup>602</sup> en consacrant une définition large de l'intérêt social<sup>603</sup>. Cet article impose au conseil d'administration lorsqu'il fait connaître son avis sur l'offre d' « agir dans l'intérêt de l'ensemble des titulaires de titres, des créanciers et des travailleurs de la société visée »<sup>604</sup>. Cette exigence qui a été reprise dans l'article 28, §1<sup>er</sup> de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux OPA<sup>605</sup> consacre ainsi la *business judgment rule* en droit belge<sup>606</sup>. Cependant, il ne faut pas en exagérer la portée parce qu'il ne permet qu'une prise en considération des intérêts de certaines parties prenantes dans un avis alors que de façon générale, le régime des OPA en Belgique est en faveur de la *Rule of passivity*<sup>607</sup>. Néanmoins, cette consécration est remarquable puisque la législation sur les OPA tend essentiellement à la protection des actionnaires minoritaires<sup>608</sup>.

D'autre part, nous avons vu que sur le plan de la théorie générale de la gouvernance, la théorie des devoirs fiduciaires est discutable et qu' « elle n'implique en soi aucune primauté de l'intérêt des actionnaires sur les autres composantes de l'intérêt social »<sup>609</sup>. Cependant, la conception large de l'intérêt social « n'entraîne pas [pour autant] un élargissement des devoirs des dirigeants au profit des tiers intéressés à la continuité de l'entreprise »<sup>610</sup> mais

---

<sup>601</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 129.

<sup>602</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 779-780.

<sup>603</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 225.

<sup>604</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 764.

<sup>605</sup> A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007.

<sup>606</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 764 ; VAN OMMESLAGHE, P., « L'acquisition du contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurances*, Bruxelles, Larcier, 1994, p. 608.

<sup>607</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 764-766 ; DIEUX, X., « L'exercice du pouvoir au sein de la société anonyme - observations sur quelques incertitudes », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 141 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp.669-679.

<sup>608</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 225.

<sup>609</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 780.

<sup>610</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 229-230 ; DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, p. 59 ; MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 692.

seulement l'introduction d' « *une cause de justification permettant aux dirigeants de résister à des mandants dont les vues seraient trop étroites* »<sup>611</sup>.

Cette définition peut aussi se fonder sur le Rapport au Roi précédant l'arrêté royal du 8 octobre 1976 pris en exécution de la loi du 17 juillet 1975 relative à la comptabilité et aux comptes annuels des entreprises<sup>612</sup>. Selon ce rapport, « l'entreprise n'est pas seulement un patrimoine générateur de profits ou de pertes, elle est essentiellement un agencement dynamique et durable d'hommes, de moyens techniques et de capitaux, organisés en vue de l'exercice d'une activité économique débouchant sur la réalisation d'un produit brut, permettant d'attribuer des revenus bruts ou nets à tous ceux qui ont concouru à sa réalisation »<sup>613</sup>. Ce rapport définit donc l'intérêt de la société comme « *la rencontre de toutes les composantes de l'entreprise* »<sup>614</sup>. Cependant, l'arrêté royal s'exclut lui-même en tant que fondement de l'intérêt social<sup>615</sup> en reconnaissant que les objectifs qu'il poursuit dépassent la finalité du droit des sociétés<sup>616</sup>, notamment en matière d'information sur le patrimoine social, « *l'arrêté assume les préoccupations fondamentales du droit des sociétés et du droit commercial (...) mais il les situe dans une perspective plus large tenant compte de la dimension économique et sociale des entreprises et de leur fonction dans la communauté* »<sup>617</sup>.

Par ailleurs, l'objection faite par les partisans de la conception étroite à propos du « *caractère hétérogène, voire contradictoire, des intérêts que l'on prétend (...) rassembler sous le couvert de la notion d'entreprise* »<sup>618</sup> n'est pas convaincante<sup>619</sup>. En effet, nous avons vu *supra* que l'intérêt des actionnaires n'est pas plus homogène que l'intérêt des parties prenantes<sup>620</sup>. De

---

<sup>611</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 230 ; VAN OMMESLAGHE, P., « L'acquisition du contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurances*, Bruxelles, Larcier, 1994, p. 608.

<sup>612</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 775 ; VAN OMMESLAGHE, P., *op. cit.*, p. 606.

<sup>613</sup> Cité par NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, pp. 235-236.

<sup>614</sup> TILQUIN, T., « Les opérations d'assainissement du capital des sociétés en difficulté et l'abus de droit des actionnaires », *R.D.C.*, 1991, p. 6.

<sup>615</sup> GLANSDORFF, B., « Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés (en ce compris les entreprises en difficulté) », in *L'entreprise économique sous « tutelle » judiciaire?*, Créadif, 1989, p. 4.

<sup>616</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., *op. cit.*, p. 236.

<sup>617</sup> GLANSDORFF, B., *op. cit.*, pp. 4-5.

<sup>618</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 777.

<sup>619</sup> *Ibid.*, p. 778.

<sup>620</sup> *Ibid.*, p. 778.

plus, les litiges dans lesquels l'intérêt social est invoqué concernent « *précisément des cas où les intérêts d'une partie des actionnaires s'opposent à ceux d'une autre partie* »<sup>621</sup>.

Quant au principe de la spécialité légale, « *il n'est nullement méconnu* »<sup>622</sup> puisque « *le profit patrimonial qui constitue la fin de toute société commerciale ne doit pas résulter de manière immédiate et directe de toutes et chacune des opérations accomplies par la société* »<sup>623</sup>. L'article 645 du Code des sociétés prévoit que la société anonyme a une « *vocation à exercer ses activités de manière durable* »<sup>624</sup> et donc que le caractère lucratif doit « *s'envisager au regard des activités sociales appelées à se développer dans le temps* »<sup>625</sup> ce qui nécessite la prise en considération des intérêts de toutes les parties prenantes<sup>626</sup>.

Enfin, cette définition peut trouver un fondement dans le principe général du respect dû aux anticipations légitimes d'autrui<sup>627</sup> ou à tout le moins dans le « *principe de la bonne foi en tant que celui-ci commande le respect des attentes légitimes créées dans le chef d'autrui* »<sup>628</sup>. Les différentes parties prenantes « *accordent leur confiance à l'entreprise dans une perspective normale de continuité, en sorte qu'il appartient aux organes sociaux, et au conseil d'administration en particulier, d'agir en conséquence* »<sup>629</sup>. Le conseil d'administration poursuit la réalisation de l'objet social au sens de l'article 522 du Code des sociétés en prenant les intérêts des parties prenantes en considération<sup>630</sup> parce que la société a « *besoin du concours de ces tiers pour l'exploitation et le développement de ses activités* »<sup>631</sup>.

La définition entrepreneuriale s'apparente donc à la « *stakeholder theory* »<sup>632</sup> dans la mesure où l'objectif de la gestion d'une société est reformulé en favorisant la « *valeur partenariale* » de la société à la place de sa seule valeur actionnariale. Cependant, elle se distance de cette

---

<sup>621</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 778.

<sup>622</sup> *Ibid.*, p. 778.

<sup>623</sup> *Ibid.*, p. 778.

<sup>624</sup> *Ibid.*, p. 778.

<sup>625</sup> *Ibid.*, p. 778.

<sup>626</sup> *Ibid.*, p. 778.

<sup>627</sup> DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995, pp. 223- 230.

<sup>628</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., *op. cit.*, p. 776.

<sup>629</sup> *Ibid.*, p. 776.

<sup>630</sup> *Ibid.*, p. 776.

<sup>631</sup> *Ibid.*, p. 776.

<sup>632</sup> ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 215 ; MULLENBACH-SERVAYRE, A., « L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises », *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/1, n° 223, pp. 109-120.

théorie en considérant l'intérêt social comme une « *notion inachevée* »<sup>633</sup> dans la mesure où son contenu « *est défini, en équilibre, de manière éphémère et circonstancielle* »<sup>634</sup> et dans sa non reformulation de la théorie des devoirs fiduciaires.

Nous en avons ainsi terminé avec les différentes définitions doctrinales de l'intérêt social et analysons maintenant son application dans le Code des sociétés, par la jurisprudence et dans le Code Daems.

## IV.2. Les applications de l'intérêt social

### IV.2.1. Le Code des sociétés

Le Code des sociétés ne définissant pas la notion d'intérêt social, nous devons en analyser les dispositions afin d'en extraire une tendance générale et vérifier si cette tendance consacre la définition restrictive de l'intérêt social.

Certaines règles traditionnelles du droit des sociétés témoignent d'une prise en compte de l'intérêt de toutes les parties prenantes<sup>635</sup>. Nous pouvons citer par exemple, le rôle du conseil d'entreprise<sup>636</sup> prévu aux articles 151 et suivants du Code, les dispositions « *intéressant la protection du capital social et qui limitent, dans l'intérêt des créanciers, les possibilités de distribution aux actionnaires* »<sup>637</sup> ou encore les régimes particuliers de responsabilité des administrateurs, notamment celui en cas de faute grave et caractérisée ayant contribué à la faillite de la société prévue à l'article 530 du Code<sup>638</sup> et celui des fondateurs en cas d'insuffisance du capital<sup>639</sup>.

Certaines dispositions du Code des sociétés consacrant de nouvelles techniques de gouvernance introduites sous la pression des marchés financiers<sup>640</sup> produisent des « *avantages*

---

<sup>633</sup> DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, p. 32 ; DE CORDT, Y., et HORSMANS, G., « La recherche arbitrale de l'efficacité sociétale », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, pp. 539-544.

<sup>634</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, pp. 32-33.

<sup>635</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 123-124 ; DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, pp. 54-55 ; TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 819 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, pp. 35-121.

<sup>636</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 54.

<sup>637</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 123-124.

<sup>638</sup> DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, p. 55 ; DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 130-131.

<sup>639</sup> TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 820.

<sup>640</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 124.

*collatéraux* »<sup>641</sup> pour les parties prenantes. D'une part, certaines dispositions revêtent un caractère de « *neutralité passive* »<sup>642</sup> dans la mesure où « *la protection ou l'attention dédiée aux actionnaires, singulièrement les actionnaires minoritaires et les actionnaires du public, ne sont pas dirigées « contre » les autres parties prenantes, même si ces dernières n'ont pas vocation à y trouver, même indirectement, intérêt* »<sup>643</sup>. Nous pouvons citer, par exemple, les règles de « revitalisation » des assemblées générales prévues aux articles 532 et suivants du Code<sup>644</sup>. D'autre part, certaines dispositions revêtent un caractère de « *neutralité active* »<sup>645</sup> profitant indirectement aux parties prenantes « *dans la mesure où ces techniques ont pour but d'objectiver le processus de décision, de prévenir les conséquences de conflits d'intérêts éventuels et d'assurer la « transparence »* »<sup>646</sup>. Nous pouvons citer, par exemple, le régime des conflits d'intérêts prévus aux articles 523 et suivants du Code<sup>647</sup>, l'introduction de la règle « *comply or explain* » dans l'article 96, §2 ou encore la création d'un comité des rémunérations prévu à l'article 526*quater*<sup>648</sup>. L'article 526*ter* du Code qui instaure un statut propre d'administrateur indépendant participe aussi à cette neutralité passive<sup>649</sup> dans la mesure où un tel administrateur est indépendant tant de l'actionnaire majoritaire que de la minorité, de telle façon qu'il est « *un gardien de l'intérêt social général* »<sup>650</sup>.

Bien que l'action sociale minoritaire prévue à l'article 562 du Code soit introduite par des actionnaires minoritaires, ceux-ci agissent pour le compte de la société et en cas de succès, le

---

<sup>641</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 124.

<sup>642</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>643</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>644</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>645</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>646</sup> *Ibid.*, p. 124 ; sur le principe de transparence voyez DIEUX, X., « Du « marché efficient » au « marché fiable » ? - A propos de la nouvelle réglementation belge en matière de transparence », in *Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Interscentia, Antwerpen-Oxford, 2008, p. 297.

<sup>647</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 55. ; DE CORDT, Y., et HORSMANS, G., « La recherche arbitrale de l'efficacité sociétaire », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 541.

<sup>648</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 124-125.

<sup>649</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, pp. 55 et 90 ; DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 124 et 127-128 ; GEENS, K., « Quelques réflexions sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration dans le système moniste », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 414 ; POTTIER, E., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours, sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 18 avril 2002 sur « Les conflits entre actionnaires et les situations de blocage »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2002, p. 19.

<sup>650</sup> GEENS, K., « Quelques réflexions sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration dans le système moniste », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 414 ; DIEUX, X., « De la société anonyme comme « modèle » et de la société cotée comme « prototype » », in *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 626.

produit en revient à cette dernière et donc indirectement<sup>651</sup> à « toutes les « parties prenantes » intéressées à la consistance patrimoniale de celle-ci »<sup>652</sup>.

Par ailleurs, l'article 178 du Code permet à « tout intéressé » de demander la nullité des décisions de l'assemblée générale pour un des motifs prévus de façon limitative à l'article 64 du Code, notamment l'excès ou le détournement de pouvoir<sup>653</sup>. La décision contestée doit être contraire à l'intérêt social, « en sorte que l'annulation ne saurait résulter du seul fait que la décision méconnaît l'intérêt personnel du demandeur, qu'il s'agisse d'un actionnaire minoritaire ou de toute autre « partie prenante » »<sup>654</sup>. Ainsi, cette disposition consacre de façon implicite la définition entrepreneuriale de l'intérêt social<sup>655</sup>. En effet, « il paraît difficilement concevable qu'après avoir déclaré recevable une action introduite, de ce chef, par un créancier ou un travailleur, voire un riverain, et, partant, reconnu son intérêt direct, propre et personnel à agir sur cette base légale, un juge examine la validité de la décision querellée en appréciant l'existence d'un détournement de pouvoir à l'aune d'un intérêt social qui serait exclusivement défini comme l'intérêt commun des associés »<sup>656</sup>.

D'autre part, dans de rares cas<sup>657</sup>, le législateur tranche directement, expressément ou implicitement<sup>658</sup>, le conflit d'intérêts des parties en présence<sup>659</sup> mais pas de façon « inconditionnellement favorable aux actionnaires »<sup>660</sup>. En droit de l'insolvabilité, « le principe fondateur (...) tend à la protection des créanciers »<sup>661</sup>. A l'opposé, le droit financier privilégie la protection des investisseurs et de l'épargne publique<sup>662</sup>. Néanmoins, la réglementation relative aux mesures de défense en cas d'OPA hostile consacre un compromis

---

<sup>651</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 130.

<sup>652</sup> *Ibid.*, p. 129.

<sup>653</sup> *Ibid.*, p. 131 ; DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, p. 55 ; DE CORDT, Y., et HORSMANS, G., « La recherche arbitrale de l'efficacité sociétariaire », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 541.

<sup>654</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 131-132.

<sup>655</sup> DE CORDT, Y., et HORSMANS, G., *op. cit.*, p. 541.

<sup>656</sup> *Ibid.*, p. 541.

<sup>657</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 125, note 63 ; TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 819.

<sup>658</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 125, note 63.

<sup>659</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>660</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>661</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 122, note 56.

<sup>662</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 667 ; DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 125, note 63.

entre la « *rule of passivity* » et la « *business judgment rule* »<sup>663</sup>. De plus, l'article 28, §1<sup>er</sup> de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux OPA<sup>664</sup> consacre expressément une vision en faveur des parties prenantes<sup>665</sup>. En outre, le droit financier n'existant que dans les limites « *des règles que la loi ou le Roi expriment en des termes « self sufficient », (...) le système général du droit des sociétés doit continuer à l'emporter toutes les fois qu'il n'y est pas dérogé de manière nette* »<sup>666</sup>. Ainsi, « *le sacrifice de l'intérêt social de l'institution à l'intérêt pécuniaire individuel des investisseurs ne (...) paraît actuellement admissible que dans cette limite* »<sup>667</sup>.

Enfin, certaines dispositions du Code se réfèrent à l'intérêt social pour limiter ou supprimer des droits qui sont reconnus aux actionnaires par la loi<sup>668</sup>. Ainsi, l'article 596 permet au conseil d'administration ou à l'assemblée générale par la justification à l'intérêt social de limiter ou de supprimer le droit de souscription préférentiel en cas d'augmentation de capital ou d'émission d'obligations convertibles en actions<sup>669</sup>. L'article 510 permet aux actionnaires de conclure des conventions restreignant la cessibilité des actions à condition qu'elles soient justifiées à tout moment par l'intérêt social<sup>670</sup>. L'article 551 consacre la légalité des pactes d'actionnaires relatifs à l'exercice du droit de vote à condition qu'ils soient justifiés à tout moment par l'intérêt social<sup>671</sup>. De ces exemples, il résulte « *nécessairement que dans le système consacré par (...) [le Code des sociétés], l'intérêt social ne se confond pas avec le seul intérêt des actionnaires* »<sup>672</sup>.

De plus, les articles 609 et 620 du Code dérogent au principe de l'égalité des actionnaires<sup>673</sup>. L'article 609 permet l'émission d'actions en faveur du personnel avec une décote et l'article

---

<sup>663</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 125.

<sup>664</sup> A.R. du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007.

<sup>665</sup> VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, p. 764 ; VAN OMMESLAGHE, P., « L'acquisition du contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurances*, Bruxelles, Larcier, 1994, p. 608.

<sup>666</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 691

<sup>667</sup> *Ibid.*, p. 691

<sup>668</sup> DIEUX, X., « L'exercice du pouvoir au sein de la société anonyme - observations sur quelques incertitudes », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 144 ; TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 810.

<sup>669</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 810 ; DIEUX, X., « De la société anonyme comme « modèle » et de la société cotée comme « prototype » », in *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 626.

<sup>670</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 810 ; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 626.

<sup>671</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 810 ; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 626.

<sup>672</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 626.

<sup>673</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 820.

620 permet le rachat et la réaliénation d'actions en faveur du personnel sans autorisation préalable de l'assemblée générale<sup>674</sup>. Ces dispositions attestent ainsi d'une définition large de l'intérêt social de façon implicite mais certaine<sup>675</sup>.

Par l'analyse de ces différentes dispositions, nous avons vu que la préoccupation du droit des sociétés n'est pas « *celle d'une prédétermination des fins auxquelles l'administration des sociétés cotées serait assujettie* »<sup>676</sup> qui consacrerait la primauté de l'actionnaire.

#### IV.2.2. La jurisprudence

##### IV.2.2.1. Tendances générales

Le Code des sociétés ne prévoyant que des applications particulières du respect de l'intérêt social, les cours et tribunaux ont généralisé l'exigence de conformité à l'intérêt social à toutes les décisions des organes sociaux<sup>677</sup>. La jurisprudence de la Commission bancaire a aussi consacré cette exigence<sup>678</sup>.

Lors de la vérification de cette conformité à l'intérêt social, les cours et tribunaux doivent respecter le principe de l'appréciation marginale<sup>679</sup> et ainsi ne peuvent sanctionner que les décisions qui méconnaissent manifestement cet intérêt<sup>680</sup>. Ce principe est justifié par deux motifs. Premièrement, « *les cours et tribunaux ne sont pas juges de l'opportunité, mais seulement de la légalité de la décision qui leur est déférée* »<sup>681</sup>. Ainsi, ils ne peuvent substituer leur propre appréciation de l'intérêt social<sup>682</sup>. Deuxièmement, « *les organes d'une société disposent, dans les décisions qui relèvent de la gestion et du fonctionnement de la*

---

<sup>674</sup> DIEUX, X., « De la société anonyme comme « modèle » et de la société cotée comme « prototype » », in *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 626.

<sup>675</sup> *Ibid.*, p. 626.

<sup>676</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 136-137.

<sup>677</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 649-653.

<sup>678</sup> *Rapport*, 1986-1987, pp. 79 et s. ; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 650.

<sup>679</sup> RONSE, J., « Marginale toetsing in het privaats recht », *T.P.R.*, 1977, p. 207; POTTIER, E., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours, sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 18 avril 2002 sur « Les conflits entre actionnaires et les situations de blocage »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2002, pp. 20-22 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 771-772 ; NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 237 ; TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996, p. 823.

<sup>680</sup> TILQUIN et SIMONART, *op. cit.*, p. 823.

<sup>681</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 237.

<sup>682</sup> *Ibid.*, p. 237.

société, d'une « marge » d'appréciation raisonnable »<sup>683</sup>. Ainsi, ces organes peuvent, « dans les limites des pouvoirs qui leur sont conférés par la loi, (...) déterminer, eu égard à toutes les circonstances de fait, ce qui est conforme à l'intérêt social »<sup>684</sup>. C'est donc une consécration de la *business judgment rule*<sup>685</sup>.

Les principaux litiges<sup>686</sup> qui amènent les cours et tribunaux à apprécier la conformité à l'intérêt social concernent les actions en nullité pour détournement de pouvoir sur base de l'article 64, 3° du Code des sociétés<sup>687</sup>, les abus de majorité ou de minorité<sup>688</sup>, les mesures de défense contre une OPA<sup>689</sup>, les conventions de vote entre actionnaires<sup>690</sup> ou encore la

---

<sup>683</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 237.

<sup>684</sup> *Ibid.*, p. 237.

<sup>685</sup> GEENS, K., « Quelques réflexions sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration dans le système moniste », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 413 ; NELISSEN GRADE, J.-M., *op. cit.*, p. 237.

<sup>686</sup> Voyez les décisions citées par DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 656-676 ; DIEUX, X., « Rapport introductif », in *L'entreprise économique sous « tutelle » judiciaire?*, Créadif, 1989 ; THIRION, N., « Délocalisation d'une division de l'entreprise et intérêt social », *R.P.S.*, 1996, pp. 60-90.

<sup>687</sup> DIEUX, X., « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 463 ; POTTIER, E., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours, sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 18 avril 2002 sur « Les conflits entre actionnaires et les situations de blocage »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2002, pp. 17- 45 ; WILLERMAIN, D., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours et sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 9 mars 2006 sur « Les conflits entre actionnaires : de la prévention au règlement »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2006 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 768 et s. et p. 808 et s ; DIEUX, X., et DE CORDT, Y., « Examen de jurisprudence (1991-2005) - Les sociétés commerciales (suite) », *R.C.J.B.*, 2008, pp. 577- 657 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, pp. 113- 121.

<sup>688</sup> Voyez les décisions citées par TILQUIN, T., « Les opérations d'assainissement du capital des sociétés en difficulté et l'abus de droit des actionnaires », *R.D.C.*, 1991, p. 12 et s ; DIEUX, X., « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 463 ; POTTIER, E., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours, sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 18 avril 2002 sur « Les conflits entre actionnaires et les situations de blocage »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2002, pp. 17- 45 ; WILLERMAIN, D., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours et sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 9 mars 2006 sur « Les conflits entre actionnaires : de la prévention au règlement »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2006 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 768 et s. et p. 808 et s ; DIEUX, X., et DE CORDT, Y., « Examen de jurisprudence (1991-2005) - Les sociétés commerciales (suite) », *R.C.J.B.*, 2008, pp. 577- 657 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, pp. 113- 121.

<sup>689</sup> Voyez les décisions citées par VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 755-766 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 668-679 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, pp. 69-73 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 1 ; BRUYNEEL, A., « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, 2007, n° 6277, pp. 569-583.

responsabilité des administrateurs<sup>691</sup>. Nous partageons la thèse de nombreux auteurs<sup>692</sup> qui déduisent de cette jurisprudence, une tendance générale à la consécration de la définition entrepreneuriale de l'intérêt social. Bien que la plupart des décisions analysées aient été rendues en référé<sup>693</sup>, cette circonstance « *ne diminue en rien leur valeur exemplative, dès lors qu'en dépit de la spécificité de sa mission les pouvoirs du juge des référés demeurent limités par la matière du litige qui fait l'objet de la contestation et par les règles de droit qui sont susceptibles de déterminer la solution de celle-ci* »<sup>694</sup>. Ainsi, « (...) [le juge des référés] *ne pourrait pas (...) prendre en considération des intérêts auxquels le juge du fond ne pourrait pas avoir égard* »<sup>695</sup>.

Bien que la préoccupation essentielle de la Commission bancaire soit « *la protection de l'épargne publique et donc celle de l'intérêt patrimonial des actionnaires* »<sup>696</sup>, elle a consacré la définition entrepreneuriale de l'intérêt social dans certaines de ces recommandations<sup>697</sup>. En matière d'augmentation de capital par apports en numéraire hors droit de préférence ou en nature, elle a distingué l'intérêt de la société de celui des actionnaires<sup>698</sup>. Elle a ainsi reconnu

---

<sup>690</sup> Voyez les décisions citées par NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 229 et s. ; TILQUIN, T., « Les opérations d'assainissement du capital des sociétés en difficulté et l'abus de droit des actionnaires », *R.D.C.*, 1991, p. 12 et s. ; MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 685 et s.

<sup>691</sup> Voyez les décisions citées par VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 781-789 ; MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 614 et s. ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, p. 77 et s. ; DE CORDT, Y., *La responsabilité des dirigeants des personnes morales*, Bruxelles, Business and economics, 2007.

<sup>692</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 656-676 ; FRANCOIS, A., *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht – Inhoud & grondslagen*, INTERSENTIA Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1999, p. 395 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 37 ; VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 772-776 ; LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens = sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 228 ; THIRION, N., « Délocalisation d'une division de l'entreprise et intérêt social », *R.P.S.*, 1996, pp. 60-90 ; CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 383.

<sup>693</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 660.

<sup>694</sup> *Ibid.*, p. 660.

<sup>695</sup> *Ibid.*, p. 660.

<sup>696</sup> *Ibid.*, p. 661.

<sup>697</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 661 ; NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 234 ; TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, p. 37.

<sup>698</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 661.

implicitement que l'intérêt de la société dépassait celui des actionnaires<sup>699</sup>. Il en est de même en matière de dérogations au droit préférentiel de souscription<sup>700</sup> ou encore en matière d'émissions réservées à des membres du personnel de la société émettrice ou d'une filiale<sup>701</sup>. Cependant, en matière de cession privée de participations de contrôle, la Commission bancaire a reconnu la définition restrictive de l'intérêt social dans la mesure où elle a préconisé l'importation de la théorie des devoirs fiduciaires dans le droit belge<sup>702</sup>.

Le droit financier entraîne une remise en question de cette tendance générale à consacrer la définition entrepreneuriale de l'intérêt social<sup>703</sup>. Le système général du droit des sociétés implique que « *les administrateurs puissent refuser de répondre aux questions que les actionnaires posent en assemblée générale, lorsque l'information demandée relève du secret des affaires, voire plus généralement lorsque la divulgation de l'information serait contraire à l'intérêt social* »<sup>704</sup>. Cependant, certains juges<sup>705</sup> estiment le contraire en se basant sur un « *principe général de transparence qui s'imposerait comme tel au bénéfice des actionnaires et plus généralement du marché dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne* »<sup>706</sup>. Néanmoins, cette jurisprudence est critiquable dans la mesure où il n'existe pas en droit positif un tel principe général qui permettrait de déroger aux règles du droit commun des sociétés<sup>707</sup>.

Enfin, la théorie de l'abus de majorité qui était considérée comme un cas de « *résistance du droit positif à la consécration inconditionnelle d'une conception large de l'intérêt social* »<sup>708</sup> ne l'est plus dans la mesure où les articles 178 et 64, 3° du Code permettent à tout tiers

---

<sup>699</sup> NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 234.

<sup>700</sup> *Rapport*, 1985-1986, p. 62 ; DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 661.

<sup>701</sup> *Rapport*, 1984-1985, p. 71 et *Rapport*, 1982-1983 p. 71 ; DIEUX, X., *op. cit.*, p. 662.

<sup>702</sup> *Rapport*, 1970-1971, p. 142 ; DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 665-666.

<sup>703</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 667 ; DIEUX, X., « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 473.

<sup>704</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 687.

<sup>705</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 6 novembre 1987, *T.R.V.*, 1988, p. 314 ; Comm. Bruxelles, 26 octobre 1988, *T.R.V.*, 1989, p. 58 ; Bruxelles, 15 mars 1991, *T.R.V.*, 1992, p. 259 ; Comm. Bruxelles (réf.), 25 novembre 1991, *T.R.V.*, 1992, p. 368 ; Comm. Nivelles (réf.), 9 septembre 1991, n° 56-61 ; Comm. Nivelles (réf.), 2 octobre 1991, n° 56-91.

<sup>706</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, pp. 687-688.

<sup>707</sup> DIEUX, X., *op. cit.*, p. 690.

<sup>708</sup> *Ibid.*, pp. 665-667 ; DIEUX, X., « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 471.

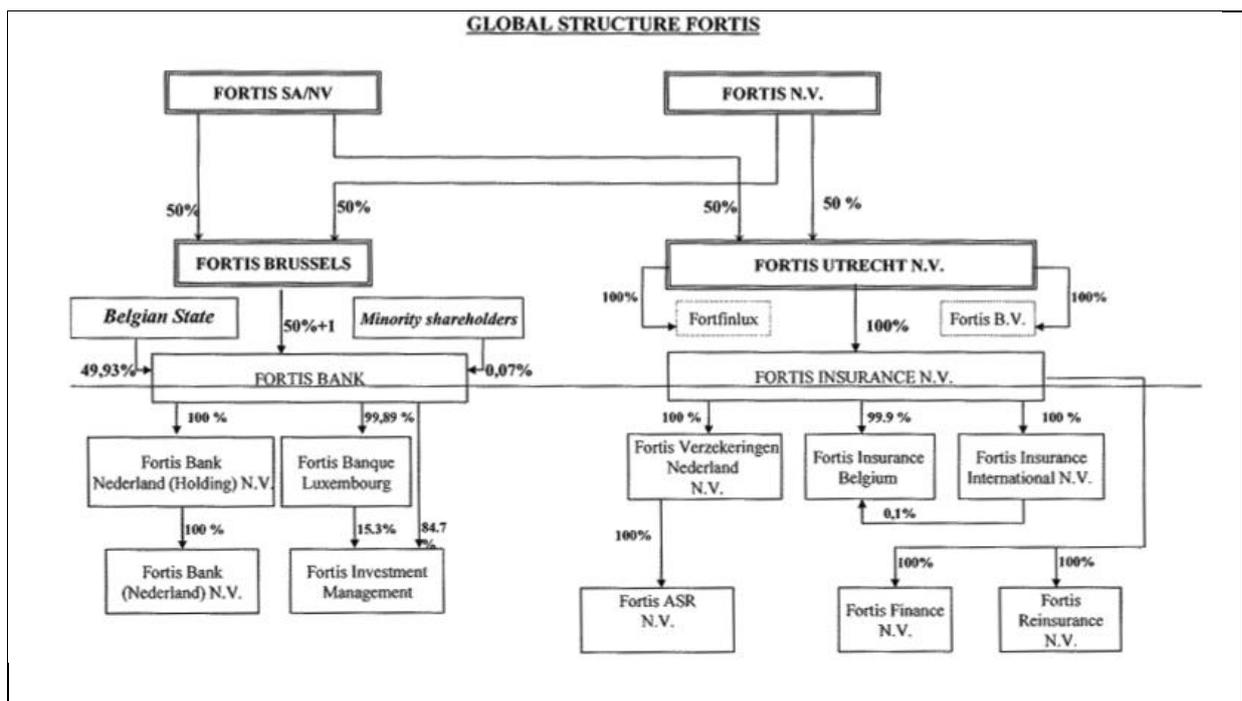
intéressé de demander la nullité de la décision de l'assemblée générale pour détournement de pouvoir à la seule condition que cette décision soit manifestement contraire à l'intérêt social, sans qu'il faille la démonstration d'une quelconque spoliation<sup>709</sup>.

Après avoir mis en évidence la tendance générale de la jurisprudence en faveur de la définition entrepreneuriale de l'intérêt social, nous allons en analyser l'application dans le cadre de l'affaire « Fortis ».

#### IV.2.2.2. L'affaire « Fortis »

Nous allons tout d'abord présenter les faits qui ont donné lieu à cette affaire. Ensuite, nous en analyserons les trois décisions principales et nous terminerons par certaines observations à leurs propos.

##### IV.2.2.2.1. Les faits



Source : CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 390.

En septembre 2008, la banque Fortis a connu une grave crise de liquidité nécessitant la mise en place d'un plan de sauvetage par les gouvernements belges, néerlandais et

<sup>709</sup> WILLERMAIN, D., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours et sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 9 mars 2006 sur « Les conflits entre actionnaires : de la prévention au règlement »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2006, p. 18.

luxembourgeois<sup>710</sup>. Ce plan comportait deux mesures principales. Premièrement, l'Etat néerlandais devait « nationaliser »<sup>711</sup> Fortis Bank Nederland et Fortis Verzekeringen Nederland en achetant leurs actions pour un montant de 16,8 milliards d'euros<sup>712</sup>. Le 3 octobre 2008, les conseils d'administration de Fortis Holding et de Fortis Banque ont approuvé cet accord<sup>713</sup>. Deuxièmement, les Etats belges et luxembourgeois devaient « nationaliser » Fortis Banque et l'Etat belge prévoyait sa « reprivatisation » par cession à BNP Paribas<sup>714</sup>. Les 5 et 6 octobre 2008, les conseils d'administration de Fortis SA/NV, de Fortis N.V., de Fortis Brussels et de Fortis Utrecht acceptèrent ces accords<sup>715</sup>.

#### IV.2.2.2.2. Le litige

##### IV.2.2.2.2.1. La Présidente du Tribunal de commerce de Bruxelles

Certains actionnaires minoritaires ont introduit une action en référé devant la Présidente du Tribunal de commerce de Bruxelles<sup>716</sup> afin que le juge prononce notamment « *la suspension des résolutions [des conseils d'administration] des 3, 5 et 6 octobre 2008, la nomination d'un mandataire ad hoc ayant pour mission de convoquer et présider une assemblée générale de la SA/NV Fortis (et Fortis NV) dans les six semaines avec pour ordre du jour l'approbation ou la non-approbation des transactions des 3, 5 et 6 octobre 2008 [et] (...) la désignation d'un collège de trois experts-vérificateurs (...) avec pour mission [notamment] (...) de faire rapport à l'assemblée générale sur la valeur de la SA/NV Fortis Banque (...) et la valeur de marché des actifs cédés (...)* »<sup>717</sup>.

Dans son ordonnance du 18 novembre 2008, la Présidente du tribunal de commerce<sup>718</sup> a estimé que *prima facie* les conseils d'administration n'avaient pas dépassé leurs pouvoirs<sup>719</sup> et que les décisions contestées étaient conformes à l'intérêt social<sup>720</sup>. Pour « *des considérations*

---

<sup>710</sup> FRANKIGNOUL, L., « La crise bancaire de 2008, de Cleveland à Bruxelles », *R.F.D.L.*, 2009/4, p. 601 ; VAN DER ELST, C., « Belgian Bank Governance before and after the Financial Crisis », *TILEC*, Discussion paper n° 2010-007 et *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 006/2010, 11 février 2010, p. 17.

<sup>711</sup> BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 412.

<sup>712</sup> *Ibid.*, p. 412.

<sup>713</sup> *Ibid.*, p. 413.

<sup>714</sup> *Ibid.*, p. 413.

<sup>715</sup> *Ibid.*, p. 413.

<sup>716</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 703.

<sup>717</sup> BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 414.

<sup>718</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 703.

<sup>719</sup> BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 415.

<sup>720</sup> *Ibid.*, p. 415.

*économico-sociales* »<sup>721</sup>, la Présidente a décidé de ne pas prononcer la suspension des décisions litigieuses<sup>722</sup> et a ainsi rejeté toutes les demandes des actionnaires<sup>723</sup>. Cependant, en raison de l'importance de la transparence et de l'information en matière de sociétés cotées et du « *caractère opaque du déroulement de l'ensemble des opérations de cession* »<sup>724</sup>, la Présidente a prononcé à titre conservatoire, la désignation de trois experts avec mission de donner un avis notamment « *sur la manière dont le prix de revente des actions à BNP Paribas avait été déterminé [et sur] les méthodes de valorisation utilisées pour la fixation du prix de cession des actions* »<sup>725</sup>. Elle a aussi prononcé pour ces motifs la production de l'ensemble des rapports et correspondances « *échangés entre [Fortis et la société fédérale de participation et d'investissement (SFPI)] et entre la SFPI et BNP Paribas concernant et justifiant de la valeur d'acquisition* »<sup>726</sup>.

Dans cette ordonnance, la Présidente a consacré la définition large de l'intérêt social<sup>727</sup>. La Présidente a estimé que « *l'intervention de l'Etat belge a eu (...), prima facie, pour but de restaurer la confiance interbancaire ainsi que celle de plusieurs composantes de l'intérêt social de Fortis* »<sup>728</sup>. Ces composantes sont « *l'intérêt (...) des déposants, des épargnants, des employés du groupe Fortis (...)* »<sup>729</sup> et même de « *l'économie belge tout entière* »<sup>730</sup>. La Présidente a aussi estimé que l'intervention des Etats du Benelux « *(...) s'imposait pour restaurer la confiance dans le groupe Fortis, mais aussi et prioritairement pour préserver la continuité de ses activités, dans l'intérêt non seulement des actionnaires, mais aussi de manière essentielle des milliers de clients et déposants de Fortis* »<sup>731</sup>. Elle a ensuite estimé que les décisions contestées<sup>732</sup> « *semblent avoir été requises dans l'intérêt de la continuité des activités bancaires de Fortis et de lui permettre de faire face à ses obligations* »<sup>733</sup>. Par conséquent, les décisions semblent « *se conformer à l'intérêt social de Fortis eu égard aux*

---

<sup>721</sup> BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 415.

<sup>722</sup> *Ibid.*, p. 415.

<sup>723</sup> *Ibid.*, p. 415.

<sup>724</sup> *Ibid.*, p. 415.

<sup>725</sup> *Ibid.*, p. 415.

<sup>726</sup> *Ibid.*, p. 415.

<sup>727</sup> CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 383.

<sup>728</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707.

<sup>729</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707.

<sup>730</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707.

<sup>731</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 706.

<sup>732</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 706.

<sup>733</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707.

*circonstances dans lesquelles l'organe de représentation s'est trouvé irrémédiablement confronté lors de chaque opération de cessions d'actifs* »<sup>734</sup>.

De plus, selon la Présidente, les décisions litigieuses étaient aussi conformes à l'intérêt des actionnaires dans la mesure où en cas d'absence de cession à un tiers<sup>735</sup>, la situation aurait entraîné un « *anéantissement total et définitif de l'entière de leurs propres investissements* »<sup>736</sup>.

Quant à la balance des intérêts, la Présidente a estimé que la suspension des opérations de sauvetage entraînerait un préjudice irréversible pour Fortis Banque<sup>737</sup> alors que le préjudice prétendument subi par les actionnaires en raison de la chute de la valeur de l'action est « *purement pécuniaire et (...) par conséquent, toujours réparable* »<sup>738</sup>. Par conséquent, s'agissant d'une banque systémique, l'intérêt de Fortis banque et celui de l'économie belge devaient prévaloir sur la préservation des intérêts des actionnaires<sup>739</sup>.

Suite à cette ordonnance, les actionnaires ont fait appel de cette décision devant la Cour d'appel de Bruxelles<sup>740</sup>.

#### IV.2.2.2.2. La Cour d'appel de Bruxelles et la Cour de cassation

La Cour d'appel de Bruxelles a considéré qu' « *il n'est pas déraisonnable de se demander si les décisions rencontrent effectivement le meilleur intérêt de la société et de ses actionnaires, voire même de l'ensemble des stakeholders* »<sup>741</sup>. La Cour a ainsi consacré une définition non restrictive de l'intérêt social puisqu'elle a distingué « le meilleur intérêt de la société » de celui de ses actionnaires<sup>742</sup>. Elle semble même consacrer la définition large de la société dans la mesure où elle fait référence à l'ensemble des *stakeholders* pour apprécier la conformité des décisions contestées.

Cependant, dans la balance des intérêts, la Cour « *ne consacre aucune attention à la pesée des autres intérêts en présence (déposants, fournisseurs, employés, contribuables), et prête même*

<sup>734</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707.

<sup>735</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 706.

<sup>736</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707 ; CONAC, P.-H., *op. cit.*, p. 383.

<sup>737</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707.

<sup>738</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707 ; BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 422.

<sup>739</sup> Comm. Bruxelles (réf.), 18 novembre 2008, *J.T.*, 2008, p. 707 ; DE CORDT, Y., « LES ENJEUX DE L'AFFAIRE « FORTIS » », *R.P.S.*, 2009/4, p. 359 ; BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 422 ; CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE « FORTIS » », *R.P.S.*, 2009/4, p. 382.

<sup>740</sup> Bruxelles (18<sup>ème</sup> ch.), 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, pp. 388-408.

<sup>741</sup> Bruxelles (18<sup>ème</sup> ch.), 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 396, point 74.

<sup>742</sup> CONAC, P.-H., *op. cit.*, pp. 383-384.

aux autorités publiques (banque centrale européenne et Etat belge) la volonté de venir en aide « à tout prix » à la banque en difficulté, cette aide devant servir, dans l'esprit de la Cour, non seulement l'intérêt général, mais aussi et surtout celui des actionnaires »<sup>743</sup>. Or, la volonté des autorités publiques d'éviter « à tout prix » la faillite de Fortis se justifie en raison du risque systémique de cette faillite sur l'économie belge et non en raison de la préservation de l'intérêt des actionnaires qui faut-il le rappeler ont accepté de subir le risque ultime d'entreprise<sup>744</sup>.

L'arrêt « suit largement la thèse des actionnaires »<sup>745</sup> et « consacre la primauté de l'intérêt des actionnaires sur tout autre intérêt, celui de l'entreprise autant que l'intérêt général défendu par les autorités publiques »<sup>746</sup>. La Cour estime qu' « un démantèlement, outre qu'il laisse les actionnaires quasiment les mains vides, semble, prima facie, difficilement compréhensible au regard des intérêts de la société mère et du groupe »<sup>747</sup>. Elle ajoute qu' « il s'en déduit, prima facie, que les décisions des conseils d'administration des sociétés mères Fortis NV et Fortis NV/SA des 3, 5 et 6 octobre paraissent sérieusement entachées d'illégalité (...) »<sup>748</sup>. Par conséquent, la Cour ordonne la suspension des décisions des 3, 5 et 6 octobre rendues par le conseil d'administration de Fortis SA/NV<sup>749</sup>. Elle ordonne aussi « la possibilité pour l'assemblée générale de demander des comptes à l'organe de direction et, le cas échéant, de passer au vote sur [ces] décisions (...) et sur les conventions conclues en exécution de [celles-ci] »<sup>750</sup> ainsi que l'instauration d'un collège d'experts-vérificateurs en vertu de l'article 168 du Code des sociétés<sup>751</sup>.

Le collège d'experts a déposé un rapport préliminaire, le 26 janvier 2009<sup>752</sup>, dans lequel il estime que les décisions attaquées ne sont pas contraires à l'intérêt social<sup>753</sup>. Le collège estime que « la doctrine juridique et la jurisprudence contemporaines s'accordent à ne pas

---

<sup>743</sup> GOLLIER, J.-M., « Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 315.

<sup>744</sup> *Ibid.*, pp. 315-316.

<sup>745</sup> BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 416 ; CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 384.

<sup>746</sup> GOLLIER, J.-M., « Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 315.

<sup>747</sup> Bruxelles (18<sup>ème</sup> ch.), 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 396.

<sup>748</sup> Bruxelles (18<sup>ème</sup> ch.), 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 396.

<sup>749</sup> Bruxelles (18<sup>ème</sup> ch.), 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 407.

<sup>750</sup> BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 416.

<sup>751</sup> *Ibid.*, p. 416.

<sup>752</sup> *Ibid.*, p. 417.

<sup>753</sup> *Ibid.*, p. 417.

faire coïncider l'intérêt social avec le seul 'intérêt des actionnaires' »<sup>754</sup> et que l'intérêt social « embrasse l'intérêt de tous ceux qui ont un intérêt immédiat à la survie et donc à la rentabilité de la société ou du groupe »<sup>755</sup>. Sur base de cette définition, il estime que « le comité de direction et le conseil d'administration ne peuvent se limiter à prendre en compte le seul intérêt des actionnaires »<sup>756</sup>. Il ajoute encore que cette définition large est « particulièrement importante dans un groupe actif dans le secteur bancaire et de l'assurance en raison de la protection des déposants ou épargnants, du secteur de crédit en général et de la stabilité financière »<sup>757</sup>. Par conséquent, le collège d'experts retient la définition large de l'intérêt social<sup>758</sup>.

Conformément à l'arrêt de la Cour d'appel, une assemblée générale de Fortis SA/NV a été convoquée, le 11 février 2009, avec « à l'ordre du jour (...) la possibilité pour les actionnaires d'apprécier les transactions litigieuses »<sup>759</sup>. Dans une ambiance très hostile<sup>760</sup>, les actionnaires ont refusé d'approuver les deux opérations litigieuses<sup>761</sup>. Le 28 avril 2009, un contrat renégocié entre Fortis SA/NV et BNP Paribas a été approuvé par l'assemblée générale<sup>762</sup>.

Entretemps, la SPFI, BNP Paribas et Fortis SA/NV se sont pourvus en cassation notamment en raison de l'absence de réponse par la Cour d'appel à leur moyen de défense selon lequel « l'ensemble des demandes des [actionnaires] était, à défaut d'urgence, dépourvu de fondement en raison de la mise en péril de l'intérêt général »<sup>763</sup>. Le 19 février 2010<sup>764</sup>, la

---

<sup>754</sup> « Rapport préliminaire du collège d'experts à l'assemblée générale du 11 février [2009] de Fortis SA/NV tenue à Bruxelles », 26 janvier 2009, p. 46 ; GOLLIER, J.-M., « Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 317.

<sup>755</sup> « Rapport préliminaire du collège d'experts à l'assemblée générale du 11 février [2009] de Fortis SA/NV tenue à Bruxelles », 26 janvier 2009, n° 147 ; BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 424 ; DE CORDT, Y., « LES ENJEUX DE L'AFFAIRE « FORTIS » », *R.P.S.*, 2009/4, p. 362.

<sup>756</sup> « Rapport préliminaire du collège d'experts à l'assemblée générale du 11 février [2009] de Fortis SA/NV tenue à Bruxelles », 26 janvier 2009, p. 46 ; DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 362 ; GOLLIER, J.-M., *op. cit.*, p. 317

<sup>757</sup> « Rapport préliminaire du collège d'experts à l'assemblée générale du 11 février [2009] de Fortis SA/NV tenue à Bruxelles », 26 janvier 2009, n° 147 ; BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, p. 424 ; DE CORDT, Y., « LES ENJEUX DE L'AFFAIRE « FORTIS » », *R.P.S.*, 2009/4, p. 362 ; CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 383 ; GOLLIER, J.-M., « Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 317.

<sup>758</sup> BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 424 ; DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 362 ; CONAC, P.-H., *op. cit.*, p. 383 ; GOLLIER, J.-M., *op. cit.*, p. 317.

<sup>759</sup> BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 417.

<sup>760</sup> VAN DER ELST, C., « Belgian Bank Governance before and after the Financial Crisis », *TILEC*, Discussion paper n° 2010-007 et *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 006/2010, 11 février 2010, p. 18.

<sup>761</sup> BRÜLS, C., *op. cit.*, p. 418 ; ALBOUY, M. et SCHATT, A., « « Activisme et Proxy Fight » Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, pp. 307-308.

<sup>762</sup> VAN DER ELST, C., *op. cit.*, p. 18 ; CONAC, P.-H., *op. cit.*, p. 366.

<sup>763</sup> Cass. (1<sup>ère</sup> ch.), 19 février 2010, *J.T.*, 2010, p. 142 ; DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 363.

Cour de cassation a cassé cet arrêt notamment parce que la Cour d'appel n'avait pas répondu dans son arrêt « à cette défense circonstanciée (...) »<sup>765</sup>. Selon P.-H. Conac, l'arrêt de la Cour de cassation consacrerait implicitement l'argument du premier juge selon lequel la suspension des opérations de sauvetage constituerait «un péril pour le sauvetage des activités de Fortis Banque»<sup>766</sup>.

#### IV.2.2.2.3. Observations

Bien que la Présidente du Tribunal de commerce de Bruxelles et la Cour d'appel de Bruxelles aient prononcé des décisions opposées, elles ont toutes deux consacré la définition entrepreneuriale de l'intérêt social. Concernant les banques, la définition de l'intérêt social « requiert une vigilance particulière sous le couvert de l'intérêt général »<sup>767</sup> en raison de leur incidence sur l'économie nationale voire internationale. En effet, « les banques et les établissements de crédit sont soumis à des normes de gouvernance propres telles que celles contenues dans la loi [bancaire] du 22 mars 1993<sup>768</sup> (...) et dans les circulaires de la [Banque nationale de Belgique et anciennement de la Commission bancaire] (...) »<sup>769</sup>. Il résulte de ces circulaires, et antérieurement du « protocole sur l'autonomie de la fonction bancaire », un élargissement des intérêts à prendre en compte, particulièrement ceux des tiers déposants, par l'organe de gestion et par ses actionnaires stables<sup>770</sup>. La « gestion saine et prudente » des établissements de crédit prévue à l'article 17 de la loi bancaire de 1993 « impose [à l'organe de gestion] de tenir compte des intérêts des déposants, des investisseurs, des acteurs du marché, des actionnaires de contrôle, du management ou des intérêts liés au développement des activités »<sup>771</sup>. Il est aussi important de rappeler que depuis la loi du 2 juin 2010<sup>772</sup>, l'article 57bis de la loi bancaire prévoit expressément que l'Etat peut exproprier une banque systémique en vue de son sauvetage.

Suite à cette affaire, deux propositions de loi ont été déposées afin « d'inclure explicitement dans le code des sociétés une définition de l'intérêt social reprenant l'approche large mais

---

<sup>764</sup> Cass. (1<sup>ère</sup> ch.), 19 février 2010, *J.T.*, 2010, p. 140.

<sup>765</sup> Cass. (1<sup>ère</sup> ch.), 19 février 2010, *J.T.*, 2010, p. 142 ; DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 363.

<sup>766</sup> CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 386.

<sup>767</sup> DE CORDT, Y., « LES ENJEUX DE L'AFFAIRE « FORTIS » », *R.P.S.*, 2009/4, p. 359.

<sup>768</sup> L. du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

<sup>769</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, pp. 360-361.

<sup>770</sup> DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier », *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 662 ; DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 361.

<sup>771</sup> DE CORDT, Y., *op. cit.*, p. 361.

<sup>772</sup> L. du 2 juin 2010 visant à compléter les mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier, *M.B.*, 14 juin 2010.

*plaçant les intérêts des tiers sur un pied d'égalité avec les intérêts des actionnaires* »<sup>773</sup>. Cependant, en raison de la dissolution des chambres en 2010, ces propositions sont devenues caduques<sup>774</sup>. Il est à noter que la proposition de loi n° 53-1395/001 concernant la modération et la justification de la rémunération variable des dirigeants<sup>775</sup>, qui a été déposée le 26 avril 2011 à la Chambre des Représentants, contient un article prévoyant l'introduction d'une définition large de l'intérêt social dans l'article 6 du Code des sociétés. En effet, l'article 2 de la proposition définit l'intérêt social comme « l'intérêt de l'entreprise, organisée comme personne morale avec une autonomie juridique, poursuivant de manière durable la réalisation de son objet social, dans l'intérêt commun de ses actionnaires et de ses autres parties prenantes »<sup>776</sup>. Cette proposition est actuellement pendante devant la Chambre.

La jurisprudence concernant l'affaire « Fortis » confirme ainsi la tendance générale de consécration de la définition entrepreneuriale de l'intérêt social. Analysons maintenant l'application de cet intérêt dans le Code Daems.

#### IV.2.3. Le Code Daems

Les codes de *corporate governance* « intéressent l'administration interne des sociétés cotées, leur structure et leur organisation »<sup>777</sup>. Leur but premier est de restaurer « la confiance des marchés financiers et des investisseurs dans le fonctionnement des sociétés (...) en (re)plaçant l'actionnaire, et singulièrement l'actionnaire du public, au centre du jeu »<sup>778</sup>. Néanmoins, « l'application des principes de corporate governance permet [également] aux sociétés concernées (...) de favoriser (...) leur développement et leur continuité, dans l'intérêt non seulement des actionnaires mais aussi de l'ensemble des stakeholders »<sup>779</sup>.

---

<sup>773</sup> Proposition de loi modifiant le code des sociétés et la loi du 26 mars 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi 1998 et portant des dispositions diverses, en vue d'obtenir une meilleure gouvernance des entreprises, *Doc. parl.*, Sén., sess. ord. 2008-2009, n° 4-1247/1 ; Proposition de loi modifiant le code des sociétés et la loi du 26 mars 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi 1998 et portant des dispositions diverses et visant une meilleure gouvernance des entreprises, *Doc. parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2008-2009, n° 52-1805/001 ; CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, p. 389.

<sup>774</sup> CONAC, P.-H., *op. cit.*, p. 389.

<sup>775</sup> Proposition de loi modifiant le Code des sociétés et la loi du 21 mars 1991 portant réforme de certaines entreprises publiques économiques, en ce qui concerne la modération et la justification de la rémunération variable des dirigeants, *Doc. parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2010-2011, n° 53-1395/001.

<sup>776</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>777</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 111.

<sup>778</sup> *Ibid.*, p. 111 ; DIEUX, X., « « Corporate governance » - De la loi du 2 août 2002 au « Code Lippens » », *J.T.*, 2005, n° 6166, p. 57.

<sup>779</sup> MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. 7.

Ces codes qui étaient originellement du *soft law*<sup>780</sup>, considérés comme « *a kind of corporate law for non lawyers* »<sup>781</sup>, sont désormais intégrés dans le droit positif ou *hard law*, du moins formellement<sup>782</sup>. En effet, depuis la loi du 6 avril 2010<sup>783</sup> qui introduit l'article 96, §2 nouveau dans le Code des sociétés, les sociétés cotées ont l'obligation de désigner le code de gouvernement d'entreprise qu'elles appliquent. Depuis l'arrêté royal du 6 juin 2010<sup>784</sup>, ce code est obligatoirement le Code Daems de 2009<sup>785</sup>. Néanmoins, cette intégration reste formelle dans la mesure où la règle « *comply or explain* » reste applicable, c'est-à-dire que les sociétés peuvent ne pas appliquer les dispositions du Code à condition de le justifier<sup>786</sup>.

Le principe n° 2 de ce Code prévoit que « *la société se dote d'un conseil d'administration effectif et efficace qui prend ses décisions dans l'intérêt social* ». Cependant, le Code ne définit pas l'intérêt social. Néanmoins, il résulte des différentes parties du Code une consécration de la conception entrepreneuriale de l'intérêt social<sup>787</sup>. En effet, le préambule prévoit tout d'abord que « *la bonne gouvernance doit être intégrée dans les valeurs de l'entreprise. Elle doit aider à fixer les objectifs de la société (...) [qui] doivent être conformes aux intérêts de la société, de ses actionnaires ainsi que des autres parties prenantes (stakeholders)* ». Ensuite, sous la disposition 1.1, le Code prévoit que « *Le rôle du conseil d'administration est de viser le succès à long terme de la société en assurant le leadership entrepreneurial et en permettant l'évaluation et la gestion des risques* ». De plus, sous la disposition 1.2., le Code prévoit que « *Le conseil d'administration tient compte de la*

---

<sup>780</sup> AUTENNE, A., et AYDOGDU, R., « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise - La « corporate governance », entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'Etat », in *D.B.F.*, 2010/3, p. 157.

<sup>781</sup> VINCKE, F., « The Corporate governance Debate in Belgium », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 12-15.

<sup>782</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 111.

<sup>783</sup> L. du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier, *M.B.*, 23 avril 2010, p. 22709.

<sup>784</sup> A.R. du 6 juin 2010 portant désignation du Code de gouvernement d'entreprise à respecter par les sociétés cotées, *M.B.*, 28 juin 2010, p. 39622.

<sup>785</sup> DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, p. 111, note 16.

<sup>786</sup> *Ibid.*, p. 111.

<sup>787</sup> DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, p. 87 ; DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008, pp. 128-130 ; WILLERMAIN, D., « Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes : état des lieux et réflexions », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 141-142 ; BUGHIN, C., « Gouvernances partenariale et cognitive... ceci n'est peut-être pas une fiction » in FINET, A. (sous la direction de), *Gouvernance d'entreprise – Nouveaux défis financiers et non financiers*, Bruxelles, De Boeck, 2009, p. 72-74.

*responsabilité sociétale (...) lorsqu'il traduit les valeurs et les stratégies de la société en politiques clés* ». Cette référence à la responsabilité sociétale (RSE) est importante dans la mesure où cette dernière « *se caractérise notamment par un souci d'intégrer durablement les vues des différents partenaires de l'entreprise (...)* »<sup>788</sup>. Enfin, la disposition 2.1 du Code prévoit que « *La composition du conseil d'administration assure que les décisions soient prises dans l'intérêt social* », notamment par la présence d'administrateurs indépendants (disposition 2.3.).

Par ailleurs, le respect de l'intérêt de l'actionnaire est aussi fort présent dans le Code<sup>789</sup>, notamment sous le principe n° 8 prévoyant que « *La société engage avec les actionnaires existants et potentiels un dialogue basé sur la compréhension mutuelle des objectifs et des attentes* ».

La consécration de la définition large de l'intérêt social alliée avec une présence importante de l'intérêt des actionnaires dans le Code illustre que les deux modèles de gouvernance, l'un orienté vers les parties prenantes, l'autre en faveur de la primauté de l'actionnaire ne sont plus irréductiblement antagonistes<sup>790</sup>. En effet, les préoccupations qu'expriment ces deux modèles sont « *perçus, dans la réalité des choses, comme se conditionnant l'un l'autre et compatibles entre eux, sinon complémentaires* »<sup>791</sup>.

Nous avons ainsi vu que le Code des sociétés, la jurisprudence et le Code Daems ne consacrent pas une vision restrictive de l'intérêt social mais bien la définition entrepreneuriale de celui-ci.

---

<sup>788</sup> BUGHIN, C., *op. cit.*, p. 74.

<sup>789</sup> BUGHIN, C., « Gouvernances partenariale et cognitive... ceci n'est peut-être pas une fiction » in FINET, A. (sous la direction de), *Gouvernance d'entreprise – Nouveaux défis financiers et non financiers*, Bruxelles, De Boeck, 2009, pp. 72-74 ; WILLERMAIN, D., « Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes : état des lieux et réflexions », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 142.

<sup>790</sup> WILLERMAIN, D., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours et sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 9 mars 2006 sur « Les conflits entre actionnaires : de la prévention au règlement »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2006, pp. 20-21. ; DIEUX, X., « « Corporate governance » - De la loi du 2 août 2002 au « Code Lippens » », *J.T.*, 2005, n° 6166, p. 58, n° 4 ; DIEUX, X., « "SHAREHOLDERSHIP v. STAKEHOLDERSHIP": PLAIDOYER POUR L'ACTIONNAIRE DE CONTRÔLE », in *Liber amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Série 'Mélanges', n° 30, Bruylant, Bruxelles, 2004, p. 369.

<sup>791</sup> WILLERMAIN, D., *op. cit.*, p. 21.

## V. Conclusion

Au terme de notre étude, nous sommes en mesure de répondre à la question suivante: « la notion restrictive de l'intérêt social à travers la notion de « shareholder primacy » est-elle reçue et fondée en droit belge ? ».

Selon la définition restrictive de l'intérêt social, ce dernier se confond avec celui de la généralité des actionnaires de la société et s'identifie à la notion de « shareholder primacy » qui suppose que la société soit gérée dans l'intérêt exclusif des actionnaires. Cependant, nous considérons que cette gestion exclusive n'est pas fondée pour trois raisons majeures. Tout d'abord, les actionnaires ne sont pas les propriétaires de la société tant du point de vue juridique qu'économique. Ensuite, ils ne peuvent pas être considérés comme les seuls créanciers résiduels de la société et enfin, les actionnaires ne sont pas les parties prenantes les plus vulnérables.

De plus, nous estimons que la mise en œuvre de la gestion de la société dans l'intérêt exclusif des actionnaires n'est pas efficiente pour trois raisons. Premièrement, les coûts d'agence ne sont pas toujours résolus de manière économiquement rationnelle et le processus de gouvernance des sociétés ne tend pas nécessairement vers une meilleure efficacité économique. Deuxièmement, les managers ne sont pas juridiquement les mandataires des actionnaires. Troisièmement, la non-vérification de l'hypothèse du marché efficient entraîne la contestation de la dimension disciplinaire du marché et la négation du caractère certain du modèle de la primauté de l'actionnaire. De plus, nous considérons que l'argument de convergence vers un tel modèle associé à un actionnariat dispersé est fortement contestable depuis la crise économique de 2008.

Suite à cette crise, l'article 57*bis* de la loi bancaire de 1993<sup>792</sup> a consacré en droit belge la primauté de l'intérêt général sur l'intérêt des actionnaires dans le contexte particulier du sauvetage des banques systémiques. Nous estimons que cette consécration confirme le caractère non fondé de la définition restrictive de l'intérêt social en droit positif belge. Selon nous, ce caractère non fondé résulte du non-respect de la personnalité morale de la société par la définition restrictive de l'intérêt social. De plus, nous avons montré que la théorie des devoirs fiduciaires n'est pas fondée en droit belge et que le principe de la spécialité légale ne soutient pas exclusivement la définition restrictive de l'intérêt social.

---

<sup>792</sup> L. du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, *M.B.*, 19 avril 1993.

Nous soutenons également que la définition restrictive de l'intérêt social n'est pas consacrée dans le Code des sociétés pour quatre raisons. D'une part, l'article 178 du Code permet à tout intéressé d'agir en nullité contre une décision de l'assemblée générale. D'autre part, lorsque le législateur tranche directement le conflit d'intérêts des parties en présence, il ne le fait pas inconditionnellement en faveur des actionnaires. Ensuite, les articles 510, 551 et 596 du Code se réfèrent au critère de l'intérêt social pour limiter ou supprimer certains droits qui sont reconnus aux actionnaires par la loi. Ce constat est renforcé par les articles 609 et 620 du Code qui dérogent au principe de l'égalité des actionnaires. Enfin, le droit financier n'est pas en mesure de remettre en cause la tendance générale du Code des sociétés à la consécration de la définition entrepreneuriale de l'intérêt social.

Par ailleurs, nous partageons la thèse de nombreux auteurs suivant laquelle la tendance générale de la jurisprudence tant des cours et tribunaux que de la Commission bancaire<sup>793</sup> est en faveur de la définition entrepreneuriale de l'intérêt social. Selon nous, cette tendance générale a été confirmée par les décisions rendues dans l'affaire « Fortis ». Nous pensons aussi que la théorie de l'abus de majorité n'est plus un obstacle à la consécration inconditionnelle de la définition entrepreneuriale.

Nous estimons également qu'il résulte des différentes parties du Code Daems une consécration de la définition entrepreneuriale de l'intérêt social puisqu'il est prévu explicitement dans son préambule que les objectifs de la société doivent être conformes aux intérêts de toutes les parties prenantes. Sous sa disposition 1.2, le Code fait aussi référence explicitement à la responsabilité sociétale et sa disposition 2.3 prévoit la présence au sein du conseil d'administration d'administrateurs indépendants, gardiens de l'intérêt social général.

En conclusion, nous affirmons que la notion restrictive de l'intérêt social à travers la notion de « shareholder primacy » n'est ni reçue ni fondée en droit belge.

---

<sup>793</sup> Dont les missions sont reprises par la FSMA et la Banque nationale de Belgique depuis le 1<sup>er</sup> avril 2011 en application de l'A.R. du 3 mars 2011 mettant en œuvre l'évolution des structures de contrôle du secteur financier, *M.B.*, 9 mars 2011, p. 15623.

## VI. Bibliographie

1. ADAMS, R., LICHT, A. et SAGIV, L., « Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide? », *ECGI Finance Working Paper*, 2010, n° 276/2010.
2. ALBOUY, M. et SCHATT, A., « « Activisme et Proxy Fight » Quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, pp. 297-315.
3. AMANN B. et al., « Activisme des actionnaires et responsabilité sociale des entreprises : une comparaison Espagne ? France ? États-Unis ? Japon », *Revue de l'organisation responsable*, 2007/2, Vol. 2, pp. 37-53.
4. AUTENNE, A. et AYDOGDU, R., « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise - La « corporate governance », entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'Etat », in *D.B.F.*, 2010/3, p. 157.
5. BAGWELL, L., "Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications", *The American Economic Review*, 1991, Vol. 81, n° 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of the American Economic, pp. 218-221.
6. BAINBRIDGE, S., « Director Primacy and Shareholder Disempowerment », *Harvard Law Review*, 2006, Vol. 119, n° 6, pp. 1735- 1758.
7. BERLE, A. et MEANS, G., *The Modern Corporation and Private Property*, [1932], reprint, New York, MacMillan Co., 1939.
8. BERLE, A., « Corporate Powers as Powers in Trust », *Harvard Law Review*, 1931, Vol. 44, n° 7, pp. 1049-1074.
9. BERNARD, A., « Law and Economics, *une science idiote?* », *Dalloz*, 2008/ III, n° 40, pp. 2806-2813.
10. BOUGHANMI, A., « DROIT, GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DEVELOPPEMENT FINANCIER : APPLICATION AU CAS DE LA FRANCE », 2004, Université Nancy 2- CREDES.
11. BRATTON, W. et WACHTER, M., « Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation* », *Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 34:1, pp. 99-152.
12. BRÜLS, C., « L'« intérêt social » de Fortis ? Une histoire à suivre », obs. sous Bruxelles, 12 décembre 2008, *J.L.M.B.*, 2009/9, pp. 408 – 425.
13. BRUYNEEL, A., « Le droit des O.P.A. en 2007 », *J.T.*, 2007, n° 6277, pp. 569-583.
14. CHAMPAUD, C., « Nature et portée d'une crise majeure- Dérapage financier, dysfonctionnement systémique ou impasse sociétale ? », *J.T.*, 2009, pp. 445-449.

15. CHARREAUX, G., « Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 223 et s.
16. CONAC, P.-H., « VICTOIRE A LA PYRRHUS POUR L'ETAT BELGE DANS L'AFFAIRE FORTIS », *R.P.S.*, 2009/4, pp. 366- 390.
17. COOLS, S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *R.P.S.*, 2007, pp. 149-200.
18. CORBISIER, I., « Pour une nouvelle dimension contractuelle et une personnalité morale non obligatoire en droit des sociétés », in *Travaux des XIV<sup>e</sup> journées d'études juridiques Jean Dabin*, Louvain-La-Neuve, 19-20 novembre 1993.
19. DAIGRE, J.-J., « Avant-propos », in *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, p. XI - XVII.
20. DE CORDT, Y., « LES ENJEUX DE L'AFFAIRE « FORTIS » », *R.P.S.*, 2009/4, pp. 351-365.
21. DE CORDT, Y., *Manuel de droit commercial*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2009.
22. DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 2008.
23. DE CORDT, Y., *La responsabilité des dirigeants des personnes morales*, Bruxelles, Business and economics, 2007.
24. DE CORDT, Y., « Les Stakeholders dans les codes de corporate governance », *R.P.S.*, 2005/1, pp. 54 – 93.
25. DE CORDT, Y., et HORSMANS, G., « La recherche arbitrale de l'efficacité sociétale », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, pp. 531-569.
26. DECI, E.L., KOESTNER, R. et RYAN, R., « Meta-Analytic Review of Experiments: Examining the Effects of Extrinsic Rewards on Intrinsic Motivation », *Psychological Bulletin*, 1999, 125, pp. 627-668.
27. DEMBOUR, P., « Réflexions d'après crise : quelle finalité pour l'entreprise ? Que penser des exigences des banques en matière de ROE ? », *Revue ban. et fin.*, 2010/4, pp. 230-237.
28. DENGLOS, G., « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise » Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ? », *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/2, n° 224-225, pp. 103-112.

29. DESSAIN, V. et al., « Corporate Governance and Ethics: Shareholder Reality, Social Responsibility or Institutional Necessity? », *M@n@gement*, 2008/2, Vol. 11, pp. 65-79.
30. DIEUX, X., « Les structures élémentaires de la société: « La trahison des images » (à l'occasion du 10ème anniversaire du Code des sociétés) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des Sociétés - 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Kluwer, Malines, 2011, pp. 53-90.
31. DIEUX, X., « SHAREHOLDERSHIP V. STAKEHOLDERSHIP : WHAT ELSE? », in *Gouvernance: carcan ou clé du succès ?*, Série 'Le droit des affaires en évolution', n° 21, Bruylant, Bruxelles, 2010, pp. 107-137.
32. DIEUX, X., « Du « marché efficient » au « marché fiable » ? - A propos de la nouvelle réglementation belge en matière de transparence », in *Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Interscentia, Antwerpen-Oxford, 2008, pp. 397- 410.
33. DIEUX, X., et DE CORDT, Y., « Examen de jurisprudence (1991-2005) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 2008, pp. 405- 526.
34. DIEUX, X., et DE CORDT, Y., « Examen de jurisprudence (1991-2005) - Les sociétés commerciales (suite) », *R.C.J.B.*, 2008, pp. 577- 657.
35. DIEUX, X., « « Corporate governance » - De la loi du 2 août 2002 au « Code Lippens » », *J.T.*, 2005, n° 6166, pp. 57-63.
36. DIEUX, X., « “SHAREHOLDERSHIP v. STAKEHOLDERSHIP”: PLAIDOYER POUR L'ACTIONNAIRE DE CONTRÔLE », in *Liber amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Série 'Mélanges', n° 30, Bruylant, Bruxelles, 2004, pp. 369-383.
37. DIEUX, X., « L'exercice du pouvoir au sein de la société anonyme - observations sur quelques incertitudes », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 133-151.
38. DIEUX, X., « “Corporate governance”: W. Kent v. Lenôtre », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 49-64.
39. DIEUX, X., « La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 643-691.
40. DIEUX, X., « Nouvelles observations sur l'abus de majorité ou de minorité dans les personnes morales fonctionnant selon le principe majoritaire », in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, p. 463. et s.

41. DIEUX, X., « De la société anonyme comme « modèle » et de la société cotée comme « prototype » », in *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 619 et s.
42. DIEUX, X., *Le respect dû aux anticipations légitimes d'autrui : essai sur la genèse d'un principe général de droit*, Bruxelles, Bruylant, 1995.
43. DIEUX, X., « Rapport introductif », in *L'entreprise économique sous « tutelle » judiciaire?*, Créadif, 1989.
44. DODD, M., « The Modern Corporation, Private Property, and Recent Federal Legislation », *Harvard Law Review*, 1941, Vol. 54, n° 6, pp. 917-948.
45. DODD, M., « For Whom are Corporate Managers Trustees? », *Harvard Law Review*, 1932, p. 1145 et s.
46. DRIVER C., « Varieties of Governance », *Recherches économiques de Louvain*, 2008/4, Vol. 74, pp. 425-453.
47. DUPUIS, B., *La notion d'intérêt social*, Université Paris XIII- UFR de droit et de sciences politiques, Diffusion ANRT, Lille, 2001.
48. ELSON, C., « Five Reasons to Support Shareholder Primacy », *Directorship*, April/May 2010, pp. 63-65.
49. ENGELEN, E., « Corporate governance, property and democracy: a conceptual critique of shareholder ideology », *Economy and Society*, Volume 31, n° 3, 2002, pp. 391 - 413.
50. FINET, A. (sous la direction de), *Gouvernance d'entreprise – Nouveaux défis financiers et non financiers*, Bruxelles, De Boeck, 2009.
51. FISCH, J. E., « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy », *The Journal of Corporation Law*, 2006, pp. 637-674.
52. FRANCOIS, A., *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht – Inhoud & grondslagen*, INTERSENTIA Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1999.
53. FRANKIGNOUL, L., « La crise bancaire de 2008, de Cleveland à Bruxelles », *R.F.D.L.*, 2009/4, pp. 601-612.
54. FRIEDMAN, M., « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », in *New York Times Magazine*, September 13, 1970.
55. FRYDMAN, B., *Le sens des lois*, 2<sup>ème</sup> éd., Bruxelles, Bruylant, 2007.
56. GANSHOF VAN DER MEERSCH, W.-J., « Propos sur le texte de la loi et les principes généraux du droit », *J.T.*, 1970, n° 4715, pp. 581-596.

57. GEENS, K., « Quelques réflexions sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration dans le système moniste », in *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, pp. 407-425.
58. GELTER, M., « The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance », *ECGI Working Paper Series in Law*, 2008, WP 096/2008.
59. GINGLINGER, E., « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 37-55.
60. GLANSDORFF, B., « Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés (en ce compris les entreprises en difficulté) », in *L'entreprise économique sous « tutelle » judiciaire?*, Créadif, 1989.
61. GOLLIER, J.-M., « Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 295-330.
62. GOMEZ, P.-Y., « Leçons de la crise et perspectives pour l'après-crise », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, pp. 289-297.
63. GOMEZ, P.-Y., « « La gouvernance actionnariale et financière » Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, 2009/8, n° 198-199, pp. 369-391.
64. GOMEZ, P.-Y., et KORINE, H., *L'entreprise dans la démocratie- Une théorie politique du gouvernement des entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2009.
65. GRÉGOIRE, M., *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 1992.
66. GREY, T. « The Disintegration of Property », in *NOMOS XXII*, éd. Penock & Chapman, 1980, at. 69
67. HANSMANN, H., et KRAAKMAN, R., « The End of History of Corporate Law », *Georgetown LJ*, 2001, Vol. 89, p. 439 et s.
68. HEENEN, J., « L'intérêt social », in *Liber amicorum Paul De Vroede*, tome II, Diegem, Kluwer, 1994, pp. 891-899.
69. HODGE, T., « THE TREATMENT OF EMPLOYEES AS STAKEHOLDERS IN THE EUROPEAN UNION: CURRENT AND FUTURE TRENDS », *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2010, Vol. 38:91, pp. 91-171.
70. IRELAND, P., « Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth », *The Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, n° 1, pp. 49-81.

71. JENSEN, M., MECKLING, W., « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, pp. 305-360.
72. KEAY, A., « Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? », *E.C.F.R.*, 2010/3, n°4, pp. 369-413.
73. KIRKBRIDE J., LETZA, S., « Corporate Governance in Contemporary Banking – The case of the UK », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, p. 29 et s.
74. LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., et VISHNY, R., « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, pp. 3-27.
75. LEE, J., « MINORITY SHAREHOLDERS' ENFORCEMENT OF CORPORATE GOVERNANCE IN TAKEOVERS: AN ENGLISH LAW PERSPECTIVE ON THE BELGIAN FORTIS CASE », *R.P.S.*, 2009/4, pp. 391- 419.
76. LEMAITRE, H., « Actionnaires citoyens + administrateurs citoyens= sociétés citoyennes ? », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, pp. 217-248.
77. LETZA, S., SUN, X. et KIRKBRIDE, J., « Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance », *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12, n° 3, pp. 242-262.
78. MAGNIER, V. (sous la direction de), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010.
79. MALHERBE, J. et Ph., DE CORDT, Y. et LAMBRECHT, Ph., *Droit des sociétés — Précis — Droit communautaire, droit belge*, 3ème éd., Bruxelles, Bruylant, 2009.
80. MARTINET, A.-C., « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 57-76.
81. MOCK, S., « Discussion Report on Financial Crises », *E.C.F.R.*, 2010/2., pp. 340-341.
82. MOTTIS, N. et PONSARD J.-P., « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 225-248.
83. MULLENBACH-SERVAYRE, A., « L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises », *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/1, n° 223, pp. 109-120.

84. NELISSEN GRADE, J.-M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.J.C.B.*, 1991, p. 229 et s.
85. PACCES, M., « Consequences of Uncertainty for Regulation: Law and Economics of the Financial Crisis », *E.C.F.R.*, 2010/4, pp. 479-511.
86. PESQUEUX, Y., « Corporate governance and accounting systems: a critical perspective », *Critical Perspectives on Accounting*, n° 16, 2005, pp. 797-823.
87. POTTIER, E., « L'abus de majorité, de minorité ou d'égalité : conditions, recours, sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 18 avril 2002 sur « Les conflits entre actionnaires et les situations de blocage »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2002.
88. REBÉRIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et contrôle des dirigeants : 1932-2008, d'une crise à l'autre », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, pp. 3-22.
89. REBÉRIOUX, A., « Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, pp. 86-96.
90. RENVERSEZ, F., « De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, pp. 54-64.
91. ROE, M., « Rôle de l'actionnaire et système politique », *Revue française de gestion*, 2002/5, n° 141, pp. 305-345.
92. RONSE, J., « Marginale toetsing in het privaats recht », *T.P.R.*, 1977, p. 207 et s.
93. ROSE, J., « Corporate Directors and Social Responsibility: Ethics versus Shareholder Value », *Journal of Business Ethics*, 2007, Vol. 73, pp. 319-331.
94. ROUSSEAU, S. et TCHOTOURIAN, I., note sous « Magasins à Rayons Peoples Inc. (syndic) c/ Wise », *Rev. Soc.*, 2009, p. 735. et s.
95. ROUSSEAU, S., « Gouvernance d'entreprise et analyse économique du droit- Quelle perspective suite à la crise financière ? », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ, collection droit des affaires, Paris, 2010, pp. 201-222.
96. SACRE, J., « Quelques réflexions sur les principes généraux du droit », in *Mélanges Philippe Gérard*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 79 et s.
97. SIEMS, M., « Shareholders, Stakeholders and the “Ordoliberalism” », *E.B.L.R.*, 2002/2, pp. 147-159.

98. STOUT, L., « BAD AND NOT-SO-BAD ARGUMENTS FOR SHAREHOLDER PRIMACY », *Southern California Law Review*, 2002, Vol. 75, pp. 1189-1210.
99. STOUT, L., « Shareholders as Owners: Legal Reality Or Urban Legend? », *Directorship*, April/May 2010.
100. TALBOT, L., « Of insane forms. From collectives to management controlled organisations to shareholder value organisation: Building societies a case study », *Journal of Banking Regulation*, 2010, vol. 11, 3, pp. 223-239.
101. THESMAR, D., « Retour sur la déréglementation financière », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, n° 3, pp. 67-74.
102. THIRION, N., « Délocalisation d'une division de l'entreprise et intérêt social », *R.P.S.*, 1996, pp. 60-90.
103. TILQUIN et SIMONART, *Traité des sociétés*, Tome I, Kluwer, Bruxelles, 1996.
104. TILQUIN, T., « Les opérations d'assainissement du capital des sociétés en difficulté et l'abus de droit des actionnaires », *R.D.C.*, 1991, p. 12 et s.
105. TILQUIN, T., « Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition- enseignements du droit anglo-saxon », in *R.P.S.*, 1988, n° 6468, pp. 1-50.
106. TOSI, H., WERNER, S., KATZ, J. et GOMEZ-MEJIA, L., "How much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies", *Journal of Management*, 2000, Vol. 26, n°2, pp. 301-339.
107. VAN DER ELST, C., « Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership Structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders? », *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 008/2010, February 15 2010.
108. VAN DER ELST, C., « Belgian Bank Governance before and after the Financial Crisis », *TILEC*, Discussion paper n° 2010-007 and *Tilburg Law School Legal Studies*, Research Paper n° 006/2010, February 11 2010.
109. VAN OMMESLAGHE, P., "L'acquisition du contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurances*, Bruxelles, Larcier, 1994, pp. 605-610.
110. VAN OMMESLAGHE, P. et DIEUX, X., « Examen de jurisprudence (1979-1990) - Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1993, pp. 723-817.
111. VERHOFSTADT, G., *Sortir de la crise- Comment l'Europe peut sauver le monde*, Bruxelles, André Versaille, 2009.

112. VINCKE, F., “The Corporate governance Debate in Belgium”, in *Legal tracks I, Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruylant, Bruxelles, 2003, pp. 12-15.
113. WILLERMAIN, D., « Les pouvoirs des dirigeants d’entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes : état des lieux et réflexions », in *Le statut du dirigeant d’entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 123-174.
114. WILLERMAIN, D., « L’abus de majorité, de minorité ou d’égalité : conditions, recours et sanctions », in *Séminaire Vanham & Vanham du 9 mars 2006 sur « Les conflits entre actionnaires : de la prévention au règlement »*, Bruxelles, Vanham & Vanham, 2006.
115. WYMEERSCH, E., « Ongoing developments in European Corporate Governance », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, S&C 2010-06.
116. WYMEERSCH, E., « Shareholder after the crisis », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12.
117. WYMEERSCH, E., « Corporate governance after the crisis: what was broken, what needs to be mended », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-03.
118. WYMEERSCH, E., « Shareholders in Action », *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2007-03.
119. ZUCMAN, G., « Comment les entreprises se financent-elles ? », *Regards croisés sur l’économie*, 2008/1, n° 3, pp. 65-66.