

L'exercice du droit de vote dans les sociétés

Résumé de la thèse soutenue le 5 décembre 2018 à l'Université Jean Moulin Lyon 3

Jury : Prof. Alain Couret (Président), Prof. Caroline Coupet (Rapporteur), Prof. Antoine Gaudemet (Rapporteur), Prof. William Dross, Prof. Nicolas Borga (Directeur de thèse)

1) **Objet de la recherche**

Constat initial. Cette recherche doctorale part d'un constat paradoxal. D'une part, le droit de vote est un sujet familier du juriste d'affaires, ayant donné naissance à une dizaine de thèses en droit français au cours du dernier siècle. D'autre part, il reste un droit méconnu, alimentant des débats difficiles comme ceux sur la question des droits de vote double et suscitant toujours un contentieux intarissable en jurisprudence, qu'il s'agisse par exemple de suspensions de cette prérogative par le bureau de l'assemblée générale ou de la validité de conventions de vote. Il faut dire que le droit de vote n'a cessé d'évoluer sous l'effet d'innovations législatives et de décisions jurisprudentielles qui ont toujours affirmé son caractère essentiel. Il est donc naturel qu'au cours des cent dernières années, de nombreux travaux doctrinaux se soient attachés aux problématiques perçues comme les plus « nobles » de cette prérogative, en réfléchissant sur sa nature juridique ou encore sur les conditions de son attribution et en délaissant la dimension en apparence plus contingente de son exercice. Or, les modalités concrètes de mise en œuvre de ce droit politique suscitent une très grande variété de questions pratiques, telles que celles relatives au format du formulaire de vote à distance, à l'interprétation du formulaire de vote, au traitement de l'abstention, à la formulation des recommandations de vote, au calcul des quorums et majorités, à l'admissibilité du vote électronique ou du vote par mandataire etc. Loin d'être exhaustive, cette courte liste souligne combien cette dimension délaissée du sujet est pourtant indispensable à l'effectivité du droit de vote. Elle l'est d'autant plus que le droit de vote est une prérogative immatérielle, à laquelle le droit n'attache pas de valeur pécuniaire, et qui n'a donc de portée que dans la mesure où il peut effectivement être exercé par l'actionnaire. Sous cette approche juridique se profilent aussi des questions communes à d'autres disciplines, notamment avec les sciences de gestion, sur le rôle prépondérant des dirigeants sociaux dans la préparation et la tenue des assemblées générales, sur le comportement de vote des actionnaires de référence, sur l'influence des agences de conseil en vote et sur les objectifs des activistes. Le sujet de l'exercice du droit de vote est donc apparu comme étant particulièrement prometteur pour une recherche doctorale juridique.

Problématique de la recherche. Alors que le droit français régit de manière relativement précise les conditions d'attribution du droit de vote et les sanctions correspondantes, il est assez peu disert sur les modalités d'exercice du droit de vote, lesquelles sont décrites de manière parcellaire par le législateur et par le juge. La problématique de cette recherche juridique a donc été de savoir comment le droit encadre l'exercice du droit de vote.

En d'autres termes, cette thèse a cherché, à partir d'une masse diffuse et désordonnée de dispositions techniques et de jurisprudences fragmentaires, à mettre en avant les principes juridiques gouvernant la licéité des votes. La thèse a ainsi ambitionné de recenser et étudier les différentes manières par lesquelles un actionnaire peut émettre son vote. Celles-ci sont assez nombreuses, entre les votes en présentiel, par procuration, à distance ou encore par visioconférence et font l'objet de réglementations plus ou moins précises dont on peine parfois à extraire les lignes directrices. Ce travail doctoral s'est aussi efforcé de jauger les interactions entre actionnaires, entre actionnaires et dirigeants et plus largement entre les actionnaires et d'autres parties prenantes afin d'évaluer leurs implications possibles sur le sens du vote. Cette étude a donc cherché à déterminer s'il existe des principes juridiques propres à l'exercice du droit de vote, jouissant d'une autonomie par rapport aux règles déterminant son attribution. En toile de fond, la thèse a ambitionné d'apporter des éléments de réponse à une interrogation fondamentale, celle de savoir quelles sont les limites du libre exercice par l'actionnaire de son droit de vote.

Intérêts contemporains de la recherche. La pertinence de cette problématique est d'autant plus marquée que chacun des termes du sujet de thèse a récemment connu de profondes évolutions. La notion de société a ainsi enregistré des modifications majeures. Longtemps, la société a été la chose des actionnaires, ne faisant graviter autour d'elle qu'un nombre limité d'acteurs autorisés à y intervenir, à savoir essentiellement les dirigeants sociaux. Des débats se faisaient toutefois jour, parfois, pour inviter la société et ses acteurs à intégrer d'autres personnes, ses parties prenantes. Portées dans le champ de la doctrine juridique par les tenants de l'école dite de Rennes et dans le champ opérationnel par le courant de la responsabilité sociétale et environnementale, ces réflexions sur la place de l'entreprise dans la société sont longtemps restées à la marge du droit, dans un « *droit doux* » à la visibilité et la normativité réduites. Plus récemment, et dans la continuité du rapport Notat-Sénard du 9 mars 2018, intitulé « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises ouvre de nouvelles perspectives en faisant évoluer la définition légale de la société, laquelle prend dorénavant en considération les enjeux sociaux et environnementaux. La notion de droit de vote s'est aussi enrichie avec les récentes évolutions législatives, en France mais aussi dans l'Union européenne, étendant l'emprise du droit de vote double ainsi que les sujets couverts dans les assemblées générales d'actionnaires, comme avec le vote désormais contraignant sur la rémunération des dirigeants. Les modalités d'exercice du droit de vote ont aussi fortement évolué avec désormais des assemblées générales d'actionnaires qui peuvent être tenues entièrement de manière dématérialisée et qui peuvent aussi s'appuyer sur des technologies nouvelles, comme celle de la *blockchain*. Les caractères pratique et contemporain du sujet de thèse et de sa problématique ont ainsi nécessité une adaptation de la méthodologie de recherche traditionnelle d'une thèse en droit.

2) Méthodologie de la recherche

Défis posés par le sujet de thèse. Trois difficultés majeures ont compliqué la réponse aux interrogations soulevées par la problématique de ce travail doctoral juridique. Premièrement, la réglementation de l'exercice du droit de vote dans les sociétés est très disparate selon la forme sociale de la société (société anonyme, société civile etc.) ou les réglementations pouvant s'appliquer en complément des règles du droit des sociétés (pour les sociétés cotées, pour les sociétés de profession libérale). Cela a donc nécessité sur le plan de l'analyse juridique de mobiliser un large éventail de règles juridiques, issues non seulement de la jurisprudence et des textes législatifs et réglementaires mais aussi des sources de *soft law*. La matière est effectivement encadrée par des codes de gouvernement d'entreprise et par diverses recommandations, dont il a fallu étudier aussi le degré de normativité. Deuxièmement, l'exercice du droit de vote, s'il est régi par des dispositions juridiques, répond à des déterminants de nature différente. Le sens du vote est ainsi principalement gouverné par des considérations économiques et financières mais peut aussi être motivé par des impératifs sociaux, psychologiques ou environnementaux. Troisièmement, le vote s'exerçant dans le cercle fermé des assemblées générales, l'objet de recherche, hors les cas pathologiques ayant donné lieu à contentieux ou à médiatisation, est difficile d'accès.

Une méthodologie de recherche juridique adaptée. Pour surmonter ces obstacles, la recherche s'est appuyée sur une double méthodologie. En premier lieu et à titre principal, tous les ressorts traditionnels d'une thèse en droit ont été mis en œuvre, partant d'une analyse approfondie de la législation, de la réglementation, de la jurisprudence et de la doctrine juridique, en couvrant notamment les premiers écrits fondateurs des grands auteurs du droit des sociétés du début du XX^{ème} siècle. Un effort particulier a été engagé pour ce qui concerne la réglementation du vote dans les sociétés cotées, laquelle est la plus étoffée, tant au travers des dispositions du Code de commerce qu'au niveau des règles de place et des nombreuses recommandations qui sont consacrées à ce sujet. Quelques recherches en droit comparé ont également été mobilisées, pour l'essentiel en droit américain, notamment sur les questions relatives à la cessibilité du droit de vote et aux sollicitations de mandats de vote. Le droit de l'Union européenne, et notamment les directives relatives aux droits des actionnaires, ont également fait l'objet d'une étude rigoureuse. Par ailleurs, la revue de la littérature s'est enrichie également, outre les travaux de doctrine juridique, d'une mobilisation d'articles issus d'autres sciences sociales et notamment des sciences de gestion, spécifiquement sur la question de la valorisation du droit de vote. En second lieu et à titre accessoire, une démarche, rare dans les facultés de droit, de mobilisation des techniques de recherche qualitative bien connues des sciences sociales, a été engagée pour mieux appréhender la dimension pratique de l'objet d'étude. Des « travaux sur le terrain », pour reprendre l'expression chère aux autres sciences sociales, ont été menés. Treize entretiens de recherche exploratoires et semi-directifs ont été menés avec des professionnels du vote couvrant toute la diversité des acteurs des assemblées générales dans les sociétés cotées (leaders mondiaux du conseil en vote, responsable du vote au sein du principal fond d'investissement au monde, représentant d'actionnaires individuels,

banque jouant le rôle de centralisateur, représentant des émetteurs), au niveau de la place financière française mais aussi d'autres places financières (notamment anglaises et américaines). A chaque fois, les interlocuteurs étaient des personnes à responsabilité dans leurs organisations respectives, couvrant ensemble des décennies de pratique professionnelle du vote sur plusieurs continents et des milliers d'assemblées générales. Si le contenu de ces entretiens n'a pas été retranscrit, du fait des contraintes de confidentialités imposées par les interlocuteurs, les problématiques vécues comme cruciales par les praticiens ont pu être identifiées, ce que la seule lecture des textes législatifs ne permettait pas toujours de réaliser. Une activité d'observation participante a aussi été mise en œuvre avec une expérience de vote comme actionnaire au sein de l'assemblée générale d'une société du CAC 40 réputée pour disposer d'une gouvernance solide (après avoir préalablement fait l'acquisition, à cette fin, d'une action). Cette expérience a véritablement permis une immersion dans le sujet, au travers de la réception et de l'assimilation de la documentation fournie par la société à ses actionnaires, de l'assistance en présentiel à ladite assemblée générale et du suivi post-vote des résultats du scrutin et de la documentation fournie par la société à cet égard. Une activité d'observation non-participante ayant consisté à assister à la cérémonie de remise du Grand Prix de l'Assemblée générale et du Grand Prix de la Mixité le 12 juillet 2018 a aussi permis de bénéficier d'un panorama des meilleures pratiques en matière de vote en assemblée générale. Ces différentes démarches supplémentaires ont permis de compléter utilement les recherches juridiques qui ont été menées en assurant une plus grande pertinence dans l'analyse. Elles ont permis, par exemple, de mesurer l'importance du dialogue actionnaires – émetteurs, lequel est considéré comme essentiel par les interlocuteurs mais n'est traité que de manière parcellaire par les textes applicables et par la doctrine. Des éléments statistiques mis en avant par certains rapports et études ont aussi été mobilisés pour mesurer l'importance relative de certains des régimes juridiques étudiés, comme pour le corps de règles applicables aux actionnaires étrangers. Cette adaptation de la méthodologie juridique a ainsi permis d'affiner les résultats de recherche en limitant le biais, classique pour les études juridiques, qui résulte du décalage entre la jurisprudence et les faits qui ont donné naissance aux contentieux en cause.

3) Les résultats de la recherche

Systematique de la thèse. Toute la spécificité de l'exercice de ce droit politique qu'est le droit de vote réside dans le fait qu'il caractérise un instant charnière où une prérogative individuelle se met en mouvement pour aboutir à des décisions collectives. L'étude a donc suivi une démarche en deux temps, analysant les aspects individuels puis collectifs du vote. A chaque fois pour les aspects individuels comme collectifs, les qualités du vote attendues par le droit en vigueur sont mises en avant puis des développements sont consacrés aux dispositifs juridiques existants pour protéger et préserver ces qualités.

Aspects individuels de l'exercice du droit de vote. Sur le plan individuel, la qualité essentielle exigée par le droit applicable est celle de la liberté du vote. Ce principe de vote libre est l'arc-boutant des droits politiques des actionnaires et a une importance telle qu'il peut même neutraliser partiellement les règles légales de son attribution, comme en cas d'abstention – l'actionnaire ne vote pas ou vote en-deçà des droits qui lui ont été attribués – ou d'activisme actionnarial – l'actionnaire, par son influence sur les autres, vote au-delà des droits qui lui ont été attribués. Les deux composantes de cette liberté du vote, positive avec l'activiste et négative avec l'abstentionniste, font l'objet d'une analyse détaillée, sur les règles juridiques les encadrant et les motivations sous-jacentes des actionnaires concernés. Sont ici notamment étudiées les questions du sens du vote, de l'abstention et de leurs traitements juridiques respectifs. Cette qualité de vote libre suppose toutefois que l'intégrité du vote et son caractère éclairé soient préservés. Or elle peut être altérée par des pressions extérieures motivées par la valeur du droit de vote. L'intégrité du vote est menacée lorsque des contraintes imposées par des dirigeants, des actionnaires ou des tiers neutralisent le libre-arbitre du votant, notamment dans des contextes de groupes de sociétés soumis à la société mère, de créanciers limitant la marge de manœuvre de la société au moyen notamment de covenants bancaires, ou de dirigeants sociaux qui organisent leur irrévocabilité de fait par la mise en place de certaines relations contractuelles. Le caractère éclairé du vote peut aussi faire défaut lorsque l'information remise aux actionnaires est instrumentalisée, noyée sous une quantité incommensurable de documents sociaux ou rédigée de manière simplifiée ou peu précise. L'analyse a effectivement mis en exergue la valeur économique du droit de vote, démontrée par différentes études de sciences de gestion, et notamment en finance, et implicitement reconnue par les pouvoirs publics (au travers de certaines règles fiscales de valorisation des titres sociaux) ainsi que par la professionnalisation grandissante qu'elle implique dans le vote (comme en atteste le développement des agences de conseil en vote – *proxy advisors*). C'est à l'occasion de ces développements que plusieurs références de recherches académiques en sciences de gestion ont été exploitées pour mettre en avant la notion de valeur du droit de vote et de révéler le hiatus entre la réglementation applicable et les pratiques des acteurs économiques. Des dispositifs de protection du vote libre de l'actionnaire sont donc nécessaires pour garantir son intégrité et son caractère éclairé. L'intégrité du vote est protégée par le droit positif par différentes règles comme celles qui mettent à la charge des dirigeants sociaux un devoir de loyauté et comme celles qui prévoient la nullité des résolutions prises par les assemblées générales en violation du droit de vote de tout ou partie des actionnaires. Les actionnaires eux-mêmes peuvent aussi conclure entre eux des conventions de vote, pour lesquelles nous suggérons des pistes d'amélioration du régime juridique qui, à ce jour, manque grandement de clarté selon la doctrine majoritaire. Le caractère éclairé du vote doit lui aussi être protégé, ce qui passe essentiellement pour l'heure par un nombre important d'obligations d'informations mises à la charge des sociétés au bénéfice des actionnaires. Cette thèse précise toutefois que cette protection d'un vote éclairé passe moins par une augmentation de la quantité que par une amélioration de la qualité de l'information, ce que révèle le recours croissant ces dernières années à des prestataires extérieurs comme les agences de conseil en vote. Des recommandations allant notamment dans le sens d'une meilleure hiérarchisation des données transmises aux actionnaires sont ainsi formulées dans cette thèse.

Aspects collectifs de l'exercice du droit de vote. Sur le plan collectif, cette liberté reste toutefois tempérée par certaines limites qui tiennent à l'organisation collective du scrutin, pour laquelle l'accent est mis sur l'intérêt social, justifiant la prédominance de la loi de la majorité. Ces règles organisationnelles garantissent le droit de participer aux décisions collectives, seul à être d'ordre public pour le Code civil, mais encadrent avec plus de sévérité les conditions dans lesquelles le droit de vote *stricto sensu* peut être exercé. Celui-ci est ainsi enfermé dans des délais particuliers, de convocation et d'expression de son suffrage, et des modalités particulières d'émission du vote (avec par exemple certaines limitations quant à la possibilité de donner un mandat de vote). Surtout, l'objectif de ces règles est de permettre et faciliter la prise de décisions au niveau de la société. L'absolutisme du droit individuel s'incline alors devant le choix de la collectivité. Si la règle de l'unanimité persiste à gouverner certaines des décisions les plus graves des sociétés, il reste que c'est surtout la loi de la majorité qui aboutit à l'adoption de décisions collectives. L'organisation des scrutins se cristallise donc autour d'intérêts collectifs, l'intérêt social essentiellement, mais aussi progressivement, les intérêts des principales parties prenantes. Sous l'angle collectif, l'exercice du droit de vote doit donc respecter deux qualités majeures : une exigence nette de loyauté et une attente croissante d'éthique. La loyauté du vote est bien réceptionnée dans le droit des sociétés, s'agissant d'un vote loyal à la société et, dans une certaine mesure, aux autres actionnaires, au travers, par exemple, des théories des abus de majorité, égalité et minorité. Ces régimes juridiques d'origine prétorienne sanctionnent effectivement, comme dans le cas de l'abus de majorité, les décisions prises « *contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité* ». Ils contribuent donc à grandement protéger cette qualité de loyauté du vote. L'influence grandissante des idées et principes de la *corporate governance* tendent aussi, souvent par le relais des codes de gouvernement d'entreprise, à asseoir cette exigence de loyauté. Quant à l'éthique du vote, il s'agit d'une qualité qui n'est pas à proprement parler une exigence du droit applicable mais qui commence à poindre dans les évolutions récentes du droit des sociétés, en particulier avec la réglementation désormais plus exigeante du vote sur la rémunération des dirigeants de sociétés cotées. Déjà présente dans la doctrine commercialiste française, mais essentiellement limitée à « l'école de Rennes », la prise en compte des parties prenantes à la société prend de plus en plus d'essor, bénéficiant d'évolutions législatives majeures comme la loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères ou la réflexion d'une ampleur rare sur le rôle de la société, et sa *raison d'être*, dans le cadre des débats récents qui ont précédé l'adoption de la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises (suite au projet de loi PACTE). Elle peine toutefois à être relayée dans l'ordre du jour des résolutions soumises aux assemblées générales.

Aspects contributifs et opérationnels. La recherche a ainsi permis de clarifier les règles relatives à l'exercice du droit de vote et a véhiculé diverses recommandations concrètes d'amélioration des règles logistiques du scrutin et a formulé, dans ce cadre, le vœu d'une plus grande libéralisation des règles juridiques encadrant les conventions de vote. L'étude a enfin questionné et remis en cause, dans la lignée d'une frange marginale mais influente de la doctrine française de droit des sociétés, les fondements du principe non écrit mais séculaire de l'incessibilité du droit de vote. Elle a montré que permettre, sous conditions, à des actionnaires

de céder leurs droits de vote, assemblée générale par assemblée générale, pourrait redynamiser l'exercice du droit de vote et lui rendre sa portée. Elle pourrait aussi offrir une formidable caisse de résonance aux activistes et, dans un contexte de droit européen des sociétés orienté sur le long terme, favoriser une plus grande irruption des considérations sociétales et environnementales dans l'ordre du jour des assemblées générales des sociétés cotées. La réglementation de l'exercice du droit de vote se présente donc comme le résultat complexe d'un équilibre difficile entre encadrement législatif et contractuel, d'une part, et protection de l'actionnaire ou de la collectivité, d'autre part. Outre la dimension théorique de ce travail de recherche, des apports pratiques ont pu s'en dégager. Comme pour toute thèse en droit qui étudie le droit contemporain (*de lege lata* – en l'état de la loi actuelle), des propositions prospectives d'amélioration de certains régimes juridiques ont été formulées (*de lege feranda* – dans la loi future), se concentrant surtout sur l'encadrement des conventions de vote, sur le droit à l'information des actionnaires, sur les modalités concrètes d'exercice du droit de vote (notamment sur le mandat de vote) et sur la cessibilité des droits de vote. Le praticien des assemblées générales y trouve également matière à éclairer sa pratique sur quelques questions épineuses. Il en va ainsi des recommandations à l'attention des émetteurs sur l'organisation collective du scrutin (présentation de l'information, formulation des projets de recommandation, suivi du dialogue avec les actionnaires etc) et celles à l'attention des actionnaires, notamment activistes, sur les moyens d'exercer avec plus d'impact leurs droits de vote. En mobilisant des études de sciences de gestion, sciences sociales, de droit comparé et d'histoire du droit, la thèse offre aussi de nombreuses informations utiles qui permettent de mieux comprendre la *ratio legis* des régimes juridiques actuellement applicables et d'anticiper certaines évolutions prévisibles du droit des assemblées générales (comme, par exemple, les avancées possibles que pourrait offrir le recours à la *blockchain* comme cela a été expérimenté récemment en Estonie). Sur le plan strictement juridique, elle permet aussi aux praticiens du droit des sociétés de mieux cerner les différences notionnelles entre les concepts juridiques voisins et fondamentaux de « *droit d'assister aux décisions collectives* », « *droit de participer aux décisions collectives* », droit de vote et engagement actionnarial. C'est en ce sens que le jury de soutenance a considéré que cette thèse constituait un utile « *vade-mecum* » contribuant à renforcer la « *grammaire du droit des sociétés* ».

Les suites de la recherche. Les conclusions de cette recherche doivent bien sûr être prises avec précaution : elles ne sont tirées que de l'analyse, principalement en droit français, du droit de vote de l'actionnaire. Or ce dernier dispose d'autres moyens d'intervention dans la société, juridiques (certains droits judiciaires notamment), mais aussi opérationnels avec, en particulier, la possibilité, prônée par les récents développements en droit de l'Union européenne sur la notion nouvelle d'engagement actionnarial, d'un dialogue avec la société et ses dirigeants. L'encadrement juridique de cet engagement actionnarial et du dialogue société – dirigeants – actionnaires est encore incertain, du fait de son caractère novateur par rapport à l'éventail des prérogatives reconnues par le droit positif aux actionnaires. Il pourrait toutefois marquer tout autant une densification significative du rôle de ces derniers qu'un basculement d'une approche centrée sur la valeur actionnariale à une perspective intégrant davantage les aspects sociétaux et environnementaux, source, peut-être, de devoirs nouveaux pour les actionnaires. Sur le plan des sciences de gestion et de la recherche en finance, une collaboration entre des chercheurs en

sciences de gestion et des chercheurs en droit pourrait aboutir à des travaux prometteurs, analysant la performance financière des entreprises et des titres selon le degré d'activisme actionnarial, de dialogue émetteurs-actionnaires et les moyens juridiques mis en œuvre par les actionnaires pour peser sur la gouvernance des sociétés. Il y a là matière à d'autres recherches passionnantes que j'espère avoir la possibilité de mener, dans la continuité de mon travail doctoral.