

L'obligation de vote de l'Opcvm et du fonds de pension

Commentaire d'une proposition du rapport Marini*



Frédéric Manin
Docteur en droit
Chargé d'enseignement
à l'Université Paris Dauphine
Avocat à la cour
Berlioz & C°

Le rapport Marini (1) constitue un indiscutable matériau de réflexion pour les années à venir. Certaines des orientations et des suggestions qu'il contient sont déjà apparues aux premiers commentateurs du texte comme étant extrêmement novatrices (2). D'autres ont été signalées pour leur caractère insuffisamment audacieux, ce qui signifie, au minimum, que leur mise en avant ne peut que susciter le débat. La proposition de l'institution d'une obligation de vote à la charge de l'Opcvm et du futur fonds de pension, quoique peu évoquée à ce jour (3), semblerait relever de la première catégorie. Voici ce que dit exactement le rapport à ce sujet : «[...] *il est souhaitable d'aller plus loin et d'imposer législativement l'obligation d'exercice du droit de vote, conformément aux intérêts fiduciaires des porteurs de parts, tant pour les Opcvm existants que pour d'éventuels fonds de pension lorsque ceux-ci seront créés. En outre, il serait utile que les gérants expriment publiquement leurs votes et donnent à ce sujet toutes les explications requises par leurs clients*» (p. 95).

La disposition citée se situe manifestement au carrefour de deux champs de préoccupation revêtant un caractère fondamental à l'heure actuelle. Il y a, d'un côté, le besoin de voir le fonctionnement des sociétés aménagé dans le sens d'un plus grand respect de l'équilibre des relations et du contre-pouvoir ; et de l'autre, la volonté de mettre en œuvre une réforme faisant en sorte que ceux qui ont en charge la gestion des fonds des épargnants s'acquittent de leur tâche avec toute la loyauté et la déférence souhaitables, dans le contexte d'une industrie (la gestion de capitaux) en plein bouleversement.

Il peut paraître justifié, au regard de tels enjeux, de vouloir apprécier la portée de la proposition soumise par le sénateur Marini à la réflexion commune (II). Encore la démarche vaudra-t-elle d'être entreprise à la suite du rappel des sources d'inspiration de la suggestion de l'obligation de vote que le rapport Marini n'a pas, du reste, manqué de faire (I).

I Sources d'inspiration

La motivation sous-tendant la mise en avant de l'idée de l'obligation de vote s'est construite à partir de la prise en considération de deux exemples étrangers : les États-Unis (1) et le Royaume-Uni (2) ; pour s'établir fermement autour de la référence à certains des grands sujets de préoccupation inhérents au système économique et financier français d'aujourd'hui (3). C'est dire qu'une approche de droit comparé se conjugue à une analyse sérieuse, de caractère national, pour donner à la recommandation un aspect ouvert et résolument moderne.

1. États-Unis : la nouvelle norme de comportement

Évoquez l'hypothèse d'un régime où des investisseurs institutionnels se verraient dans l'obligation d'exercer de façon quasi-systématique leur droit de vote aux assemblées générales des sociétés dans lesquelles ils ont placé des fonds : les regards tendront à converger vers l'exemple américain. L'*Avon letter*, puisque c'est de cela dont il s'agit en priorité, est de nature ici à cristalliser l'attention. Le document se présente pourtant sous une forme assez simple, s'agissant, comme son nom l'indique, d'une lettre envoyée par le Ministère du Travail américain (*Department of Labor*) à un dirigeant de l'organisme de retraite par capitalisation de la société Avon Products Inc. le 23 février 1988 (4). L'objet de la lettre est l'interprétation d'une disposition particulière de l'ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), texte qui détermine, en particulier, les conditions dans lesquelles les fonds de pension d'entreprise (*corporate pension funds*) peuvent investir.

Sur le fond, le message apporté à l'occasion d'un événement ponctuel se révèle important. L'*Avon letter* prévoit que le droit de vote doit être considéré comme un actif du fonds de pension (*plan asset*) au même titre que les prérogatives d'ordre financier que présuppose la détention de valeurs mobilières ; relevant, en tant que tel, de l'exercice du devoir de prudence dont les contours ont été dessinés par la législation et la jurisprudence (5). La position du Ministère du Travail est fixée : il incombe désormais aux institutions concernées de voter, et de le faire en connaissance de cause. La contrainte vient s'intégrer à un corps de devoirs fiduciaires élaboré au fil des années et dont la particularité n'est pas moins de se situer également à un très haut niveau de technicité. Six ans plus tard (en 1994), le domaine d'application de l'obligation se verra étendu au cas des investissements réalisés dans des sociétés non américaines (6).

Les initiatives finalisées par les mêmes autorités en 1994 comme en 1988 ne comptent certainement pas parmi celles qu'il serait permis de négliger. Bien des sociétés ont pu percevoir l'évolution d'un comportement, fait initialement de silence ou de non-dit, vers un «interventionnisme» chaque année plus marqué de la part de l'actionnaire institutionnel. Il n'en reste pas moins que l'ensemble doit être ramené à ses plus justes proportions. Non pas tant parce que le texte de 1994 prévoit une exemption, à savoir que les gestionnaires de fonds pourront parfaitement décider de ne pas exercer leur droit de vote s'ils jugent que le montant des coûts impliqués par le processus est susceptible d'excéder celui des profits qui peuvent en être retirés (7). L'essentiel ne semble pas être là. Peut-être se situera-t-il alors dans l'étroitesse du domaine d'application des dispositions énoncées dans l'*Avon letter* et dans son prolongement ? Remarquons que seuls les fonds de pension soumis à l'ERISA (soit les fonds de pension d'entreprise) sont concernés au titre des avancées opérées, puisque ce sont les seuls qui relèvent de la compétence du Ministère du Travail américain. En d'autres termes, c'est une minorité d'intervenants faisant partie de la catégorie des investisseurs institutionnels, dont on constate pourtant qu'elle s'est «réveillée» sans faire de distinction spécifique, qui devient obligée, en vertu d'une interprétation, de voter aux assemblées générales. Et il ne peut pas être totalement inutile de rappeler que Calpers, l'un des fonds de pension américains les plus puissants financièrement, et celui qui passe certainement pour le plus engagé dans la défense de ses droits d'actionnaire, ne fait pas partie des organismes soumis à l'ERISA et aux normes introduites à partir de ce support législatif.

Quels enseignements généraux tirer de ces éléments de fait (pour autant que l'heure des premiers bilans aux États-Unis puisse être sonnée) ? L'approche synthétique vient se recouper avec la mise en exergue d'une double proposition.

- L'institution d'une obligation de vote représenterait une étape significative dans l'essai, par le droit, de réguler la relation triangulaire épargnant – fonds de pension – entreprise émettrice (dont les titres figurent dans le portefeuille de l'investisseur professionnel).
- Replacée dans une perspective plus large, l'initiative ne saurait résumer le pourquoi, ni le comment, d'une intervention croissante de l'investisseur institutionnel américain, pris dans sa qualité d'actionnaire, dans la vie des sociétés. La règle ne vient, en réalité, que se superposer à tout un ensemble de considérations économiques et financières mettant en échec l'application d'une norme de conduite regardée

autrefois comme naturelle : la *Wall Street Rule* (8). L'hostilité qui s'est constituée progressivement face à une mise en place généralisée, par les directions des entreprises américaines, de panoplies de défense anti-OPA (9), le mouvement de concentration du capital des sociétés entre les mains d'un petit groupe d'institutions (10), l'utilisation croissante, dans les stratégies de placement des investisseurs professionnels, de la technique dite d'indexation (11) sont de ces considérations. Il faudrait encore compléter l'explication par le constat que l'activisme récent des investisseurs institutionnels paraît loin de se manifester uniquement par l'exercice du droit de vote en assemblée générale. Aux contacts informels avec les équipes dirigeantes de prospérer pour façonner également, à leur manière, le processus de fabrication des décisions au niveau de l'entreprise (12).

2. Royaume-Uni : les signes du débat

Les «zinzins» britanniques se présentent traditionnellement comme des actionnaires passifs. Il a pu être observé qu'avec quelques notables exceptions (13), la plupart montrait peu d'empressement à faire suivre leur investissement par la démonstration d'une attitude d'associé exerçant scrupuleusement ses prérogatives de nature politique dans l'intérêt de la société et de la valorisation ultime du placement effectué. L'exercice du droit de vote était généralement regardé comme une activité peu gratifiante et dévoreuse de temps (14).

Il n'est pas sûr cependant que la situation outre-Manche puisse apparaître sous des traits figés. Le thème de l'obligation de vote de l'investisseur institutionnel a, ainsi, pu s'insinuer dans les esprits au cours d'une période récente. Il figure en bonne place dans le programme économique du parti travailliste mené par Tony Blair. Il bénéficie d'un courant de pensée et d'une pratique légitimant largement l'idée que les actionnaires doivent peser sur la prise de décisions dans les entreprises. On pourra consulter ici avec beaucoup d'intérêt les déclarations d'un Sir Alastair Goobey, président du fonds de pension commun à British Telecom et à La Poste britannique, sur des sujets de *corporate governance* tels que l'intérêt présidant à la mise en place de comités de rémunération impartiaux (15), la question de la durée des mandats des dirigeants d'entreprise (16)... ou la nécessité d'une modification de la législation dans le sens de la création d'une contrainte de vote pesant sur les actionnaires en toutes occasions (17).

Dans de telles conditions, d'où le choix peut-il venir ? Vraisemblablement des autorités gouvernementales. Mais également, sans attendre de changement potentiel de la vie politique en Grande-Bretagne, d'une commission, présidée par Sir Hampel, chargée de prolonger les travaux et les réflexions élaborés par le comité Cadbury (18). En la matière, le champ de possibilités d'arbitrage laissé à Sir Hampel par son illustre prédécesseur est immense.

Il suffit, pour illustrer le propos, de se référer au texte du célèbre rapport sur «les aspects financiers du gouvernement d'entreprise» (19). Le document renferme une recommandation : «*que les investisseurs institutionnels informent les épargnants des politiques suivies s'agissant de l'utilisation des droits de vote*» (20). En dehors de cette phrase, rien de décisif sur le sujet ne semble devoir ressortir de la section consacrée aux actionnaires institutionnels. Seule une brève allusion sera faite, dans le plus pur style de la *self-regulation*, à l'idée que le vote pourrait être considéré comme un «actif» (21). Il faut

lui ajouter la mise en avant d'affirmations formidablement nuancées, telles : «Les investisseurs institutionnels devraient faire un usage positif de leurs droits de vote, à moins qu'ils n'aient de bonnes raisons d'agir autrement» (*Institutional investors should make positive use of their voting rights, unless they have good reason for doing otherwise*) ou encore : «Ils doivent faire inscrire leurs votes (exercer leurs droits de vote), dès qu'il est possible de le faire, sur une base de régularité» (*They should register their votes wherever possible on a regular basis*) (22). Que de précautions dans la formulation ! Et que de questions pourraient être posées à la suite des suggestions présentées par le comité Cadbury !

Qu'est-ce que faire un «usage positif» de son droit de vote ? S'agit-il de voter dans le sens d'un soutien des résolutions du conseil d'administration ? La recommandation avait été prescrite en ces termes par l'Institutional Shareholders' Committee dans son rapport (23), texte dont Sir Adrian Cadbury et son groupe de travail ont voulu s'inspirer, sans que les deux documents ne prêtent à la redite (24). Le problème est qu'une telle interprétation, si elle devait être retenue, se recouperait mal avec l'idée que le vote doit avoir été préparé minutieusement (25). Peut-être la non-reprise de la formule par le rapport Cadbury constitue-t-elle une indication du rejet de la conception, de nature très «consensuelle», exposée antérieurement par une association censée être un des organismes représentatifs des vues des investisseurs professionnels...

Par ailleurs, quelles peuvent être ces circonstances qui autoriseraient l'actionnaire à ne pas intervenir d'une manière «positive» ? Force est de reconnaître que le mystère reste entier. Tout aussi entier apparaîtra le problème lié à l'interprétation de la notion de régularité ou de périodicité dans l'exercice du vote.

Aussi, apparaît-il clairement que le rapport de 1992 sur le gouvernement d'entreprise laisse le champ libre au groupe de réflexion constitué sous l'égide de Sir Hampel (à qui on prête l'intention de se pencher de très près sur le sujet des pouvoirs et des responsabilités des institutionnels). Ce dernier en profitera-t-il, en endossant des prises de position définitives ? Rien n'est moins sûr. Car l'un des principaux enseignements de nature à ressortir de la lecture du rapport Cadbury pourrait bien résider dans le constat de la difficulté qu'il y a à vouloir régler par la voie directe la question de l'exercice du vote dévolu à l'actionnaire institutionnel (et, au-delà, à tout actionnaire). C'est autant sur un plan économique que sur un plan juridique qu'un défi paraît être à relever : il ne s'agit ni plus ni moins que de parvenir à établir une Doctrine dans le domaine des relations entre les sociétés et leurs actionnaires institutionnels en sachant faire preuve tout à la fois de solidité et d'imagination. Le dilemme semble se profiler ailleurs qu'en Angleterre...

3. France : une proposition à la croisée de multiples champs de préoccupation

Plusieurs mots d'ordre ont pu sous-tendre l'établissement de la proposition Marini sur l'obligation de vote du gérant d'Opcvm ou de fonds de pension. Devraient être extirpées du lot deux séries de revendications, liées au demeurant, et traitées comme telles dans la suite des développements, qui ont pu être isolées sous les rubriques du «conflit d'intérêts» et du «gouvernement d'entreprise».

L'idée du mélange des genres est maintenant bien connue. Il s'agit, en l'occurrence, de dénoncer la position particulière qu'occupe un certain nombre d'intervenants du jeu économique, dont le résultat malheureux est le non-respect de l'intérêt du client. Ramené à une certaine échelle, le constat a vocation à s'exprimer ainsi : l'institution chargée de faire fructifier les capitaux d'autrui se trouve en proie à une pluralité de contingences, pire, d'interférences, qui aboutissent à ce que l'intérêt de l'épargnant et bénéficiaire naturel de la division des tâches ne soit pas géré au mieux des possibilités véhiculées par l'évolution des marchés financiers. Les décisions d'investissement et de désinvestissement des institutionnels, prises, de façon exemplaire, lors d'OPA initiées par ou sur des sociétés ayant des liens commerciaux (ou de toute autre nature) avec des établissements financiers révèlent concrètement combien l'objectif de valorisation des fonds se retrouve en concurrence avec d'autres paramètres relevant globalement du royaume du non-dit. Le choix, opéré par une Sicav ou un Fonds commun de placement situé dans le giron d'un groupe financier, de l'abstention, voire du vote en blanc, au vote protestataire, pour ne pas risquer de brusquer un management qui recourt aux divers services proposés par le groupe, participe de la même démarche de négation d'un principe : celui de la primauté de l'intérêt du client, entendu en termes financiers.

Le problème a pu être perçu par une Commission des opérations de bourse qui, dans un texte (dépourvu de force obligatoire) datant de 1988, déclarait : «L'exercice par les gérants des droits de vote dans le seul intérêt des souscripteurs doit être une règle fondamentale. La Commission, tout en reconnaissant que l'appréciation de l'intérêt des mandants peut donner lieu à des interprétations diverses, estime qu'en l'état ce principe doit être compris dans la très grande majorité des cas comme la maximisation du gain financier susceptible d'être obtenu par les mandants» (26). Le premier message devait cependant se voir suivi d'un discours d'une portée délicate à apprécier, ainsi formulé : «Les droits de vote doivent être effectivement exercés si cet exercice se traduit par un avantage financier immédiat ou potentiel pour les mandants. Dans le cas contraire, la Commission considère que la règle normale doit être la stricte neutralité» (27). On aura l'occasion de revenir sur la terminologie employée et sur les effets induits...

Aussi, de tous les organismes, les Opcvm, détenteurs d'actions, se signalent-ils comme étant au cœur des reproches établis sur le fondement d'un manque d'indépendance. Pilonnés par certaines des têtes d'affiche du mouvement de défense des actionnaires (28), ce sont encore eux qui se retrouvent visés par la proposition inscrite dans le rapport Pébereau d'instauration d'un régime de transparence concernant la politique conçue autour de l'exercice du droit de vote (29). Il n'est pas surprenant, dans ces conditions, de les rencontrer en première ligne du champ d'application attribué à la suggestion du sénateur Marini.

Au demeurant, plus encore que dans la prise en compte d'une série de critiques exprimées à l'endroit d'acteurs clairement identifiés, c'est dans la correspondance avec un grand nombre de courants d'idées très actuels que la proposition que nous commentons ici est de nature à trouver une solidité et une légitimité certaines. Que l'on en juge plutôt. Le conflit d'intérêts est aujourd'hui clairement identifié comme un problème, à telle enseigne qu'une loi ayant trait à la modernisation... des activités financières cette fois... (30)

fait une référence explicite au devoir de l'entreprise d'investissement de «s'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement» (31). L'impératif de loyauté a su s'insinuer dans le même bloc législatif (32), tandis qu'il se voit consacré par un arrêt rendu par la Cour de cassation dans le domaine des relations dirigeant de société/associé (33). La décision de la Haute juridiction n'est pas moins intéressante sur un plan conceptuel parce qu'elle se fait l'écho de très nombreux thèmes s'inscrivant dans l'air du temps : la nécessité de promouvoir un système fait de contre-pouvoirs et de savants équilibres (34) ; l'idée que la situation de confiance dans laquelle se trouvent placés les uns vis-à-vis des autres (qui se recoupe souvent avec la représentation de la distinction entre le professionnel et l'«amateur») appelle la mise en lumière de responsabilités corrélées (35) ; l'expression d'une volonté de faire rentrer dans le champ du droit positif ce qui n'en faisait, traditionnellement, pas partie. Au total, il semble que l'on puisse dire qu'un véritable faisceau de conceptions et d'approches nouvelles (qui ont, du reste, les moyens de leur pertinence) converge vers la consécration de l'institution de cette obligation de vote chère au sénateur Marini. La suggestion faite se situerait dans une logique de confirmation comme d'approfondissement d'évolutions constatées au cours d'une période très récente. L'argument emporterait-il pour autant la conviction qu'il faille faire l'économie d'une appréciation constructive de l'aménagement présenté ? Vouloir répondre ici de façon affirmative reviendrait peut-être à sauter une ou plusieurs étapes... et certainement à vider la deuxième partie de l'étude de son sens.

II Portée de la proposition

Prendre la mesure de la suggestion mise en avant par M. Marini suppose que deux démarches de type complémentaire puissent être conduites. L'approche littérale ou exégétique est la première (1) ; l'approche globale est la seconde (2).

1. Approche exégétique...

De très nombreux enseignements paraissent pouvoir être associés à plusieurs des mots ou expressions choisis par le sénateur Marini pour aborder le sujet de l'obligation de vote. Aussi l'explication se devrait-elle, du moins dans un premier temps, de prendre la forme d'un inventaire. Il sera naturellement loisible à chacun d'apprécier ce que l'exercice aurait de convenu, voire d'excessif, en l'état de ce qui n'est finalement qu'une proposition émanant d'un document dépourvu de caractère normatif.

A un adverbe d'ouvrir la liste. Le texte dispose qu'«il est souhaitable [...] d'imposer **législativement** l'obligation d'exercice du droit de vote...». Les dés semblent jetés. La déontologie ne constitue pas, à l'évidence, la ligne d'action prisée par le rapport pour que le devoir de voter prenne consistance. Est-ce parce que la démarche déontologique aurait déjà été empruntée en la matière sans donner à ce

jour les résultats escomptés (36) ? Ou est-ce, tout simplement, le signe que les perceptions sont en train d'évoluer dans le sens d'un discrédit progressif dans lequel tomberait la démarche de l'éthique professionnelle au sein de la sphère financière ? L'irruption des «règles de bonne conduite» en plein cœur de la loi du 2 juillet 1996, avec son cortège de notions extrêmement générales (efficacité, utilité, loyauté...) (37), tendrait à révéler que le champ d'action du législatif s'étend au-delà de ce qu'il est tentant de regarder comme ses frontières traditionnelles. La question de la place respective de la loi et de la déontologie dans la vie des affaires mérite plus que jamais d'être posée, pour être à nouveau débattue.

Une fois n'est pas coutume, le commentaire s'enrichira de l'appréciation d'une virgule. Ce qu'il reviendrait d'imposer est «l'obligation d'exercice du droit de vote, conformément aux intérêts fiduciaires des porteurs...». La syntaxe a son importance. Elle nous invite à la certitude qu'une vraie obligation, avec tout le côté systématique que le terme peut présenter, est ici recommandée. Il ne s'agit pas de signaler qu'un vote serait requis toutes les fois qu'il pourrait être démontré que son exercice répond à la satisfaction de l'intérêt des bénéficiaires. La discussion serait-elle un brin académique ? Il faudrait encore, pour l'écarter de ce chef, se convaincre de ce qu'un cas d'abstention ne pourrait jamais se voir justifié en regard de l'objectif de primauté de l'intérêt des membres des Opccm ou des fonds de pension.

En tout état de cause, une interrogation qui n'aurait rien d'académique serait celle liée à la représentation de la pratique du vote en blanc, fort répandue dans les sociétés françaises. Mais il n'y a, à vrai dire, pas réellement matière à nourrir une investigation poussée. Le texte de la proposition Marini n'interdit pas formellement l'utilisation du procédé, étant entendu que ce dernier ressort bel et bien de l'activité de vote (38). Même les interprètes les plus critiques à l'égard de la formule du pouvoir en blanc reconnaissent qu'elle n'entre pas dans le champ de la prohibition établie en termes précis par le rapport sur la modernisation du droit des sociétés et qu'il faudrait, partant, étendre expressément le terrain de la condamnation (39). La technique du pouvoir en blanc apparaît, en revanche, particulièrement visée au titre de la justification à donner à des épargnants qui sauraient parfois se montrer surpris de l'expression, par l'investisseur professionnel, d'un soutien sans nuance à l'égard de la direction d'une entreprise. Toute la difficulté sera dès lors de pouvoir faire la part des choses, entre une abdication dommageable de ses droits d'actionnaires et une décision parfaitement légitime (ce dernier aspect étant apprécié en considération de la mesure des intérêts financiers du souscripteur).

Autre richesse du document : cette référence à la notion d'«**intérêts fiduciaires**». Le corpus anglo-américain de devoirs du même nom (les fameux *fiduciary duties*) se situe là clairement en arrière-fond de l'innovation d'ordre terminologique, qui va chercher très loin dans la retranscription de normes ou points de repère juridiques. Sur un plan pratique, les intérêts fiduciaires sont susceptibles de se développer sur une multiplicité de registres (40). L'idée générale restera la même, à savoir que toute personne dont il est raisonnable de dire qu'elle bénéficie de la confiance d'une autre dans des conditions légitimes devra déterminer son action en conséquence. Des contraintes exprimées en termes généraux, mais de nature à couvrir un très grand nombre de cas d'application parfaitement concrets, pèseront sur elle. Leur non-respect débouchera sur la condamnation au versement de dom-

mages-intérêts. Renversons la perspective : ce sera pour découvrir un rapport focalisé sur l'idée de service qu'attend une personne d'une autre personne, l'attente raisonnable se traduisant par une série d'exigences, elles-mêmes transposées au travers de droits et actions précis (41). Qu'il nous soit seulement permis d'ajouter, sous un angle plus technique, que l'idée d'intérêt fiduciaire vient très proche de la mise en application du régime et de la philosophie du trust (42). Dès lors, il paraîtra loisible de dire qu'un rapport qui, dans le même temps, préconise l'introduction de la fiducie, ce grand serpent de mer, en droit français (43) et fait référence à la notion d'intérêts fiduciaires s'inscrit dans une certaine dynamique et fait preuve de cohésion.

L'instauration d'une obligation de voter, nous dit le texte, ne concernerait que les «*Opcvm*» et les «*fonds de pension*» (44) (institution qui aura fait l'objet de toutes les attentions du sénateur Marini comme d'autres parlementaires, tels M. Thomas, agissant parfois contre vents et marées (45)). Il y a manifestement une certaine cohérence à avoir visé ces organismes en particulier plutôt que de s'être aligné sur la notion d'entreprise d'investissement. Ce dernier concept correspond à la représentation d'un très large éventail d'agents économiques et juridiques ; certains d'entre eux ne sont pas nécessairement amenés à devenir actionnaires de sociétés. Prendre pour point de référence la figure issue de la directive «*Services d'investissement*», transposée par la loi du 2 juillet 1996, aurait pu se révéler incongru. Cela apparaît davantage vrai, du reste, à la lumière du mouvement qui se dessine clairement, visant à établir, en France, un régime applicable spécifiquement à l'activité de gestion pour compte de tiers (46). Toutefois, une question doit être posée : pourquoi n'avoir pas choisi la notion d'investisseur institutionnel ? L'évocation d'une catégorie d'acteurs que relie des fonctions et des finalités communes ne s'avérerait-elle pas préférable, en tant que démarche, à l'évocation seulement de deux séries de représentants caractéristiques de la catégorie ? A cela, une réponse peut être apportée. Le problème peut venir de ce que l'investisseur institutionnel (et, par extension, l'actionnaire institutionnel) ne fait nullement partie de l'ordre de référence juridique. Bien intégré dans le discours et la pensée économiques, l'expression n'a pas réellement donné lieu à une entreprise de définition ou de délimitation chère aux juristes. Les textes législatifs ou réglementaires n'en font pas mention (47). N'y aurait-il pas là un vide qu'il pourrait être opportun de combler, à une heure où il est beaucoup question de disparité de traitement de l'investisseur selon ses moyens et sa compétence (48) et où l'hétérogénéité de l'actionnariat comme la nécessaire régulation des relations des sociétés avec leurs actionnaires appellent des réponses juridiques ciblées (49) ?

Le dernier point d'articulation de la proposition, qui relève du chapitre de la transparence, peut faire l'objet d'un rapide passage en revue. Là, l'auteur s'avance à pas comptés ; le conditionnel est de rigueur : «*il serait utile...*» qu'un dispositif de publicité et de communication soit élaboré. On peut se demander ce qu'il est raisonnable d'attendre quant aux suites à être prises en la matière. Tout en émettant une hypothèse : la prudence qui préside à la formulation du second volet de la recommandation ne reflète-t-elle pas purement et simplement la prise en compte de la masse de difficultés qui seraient associées à sa mise en œuvre ? Par quels biais, par quels véhicules serait-il le plus approprié que les gérants fassent état des votes exercés par eux ? Encore cette

question pourrait-elle être résolue sans trop de mal (même si la procédure générale indiquée recèle davantage de facteurs de lourdeur que celle qui accompagnerait une simple expression publique de la politique suivie en matière de droits de vote (50)). Mais que dire alors de la suggestion concernant la nécessité de donner «*toutes les explications requises par leurs clients*» ? Aucun régime de filtrage des demandes n'est, pour le moment, évoqué. Et l'on ne peut s'empêcher de penser que le système organisé en fonction de ce type de lignes directrices contiendrait un risque très fort de dérive vers un excès de pratiques dites bureaucratiques, avec un changement trop radical de perspective dont les dirigeants d'investisseurs institutionnels auraient tout lieu de se plaindre (dans une certaine mesure, avec raison). Empruntant un tel cheminement, le commentaire glisse déjà d'une approche très textuelle vers une approche latérale... qu'il convient de pousser plus avant.

2. ... Approche globale

L'introduction d'une obligation de vote correspondrait, en elle-même, à une initiative de caractère très novateur. A une heure où d'aucuns se demandent si le droit de vote est encore un attribut essentiel de l'associé (51), on serait bien en peine de trouver des cas où pèserait sur quelque agent que ce soit une véritable contrainte quant à l'exercice de ses droits politiques d'actionnaire (52). Par ailleurs, il paraît permis de s'assurer en quoi la construction présente quelque chose d'unique, au regard du concept classique d'*affectio societatis*, qui penche davantage vers les idées d'intention et de volontarisme que vers celle de coercition (53).

Cela étant précisé, l'aménagement prescrit revêtirait une importance indéniable, qui peut curieusement se traduire, sur un plan fondamental, en termes psychologiques. Véritable signal, adressé aux directions d'entreprises, de confirmation de la nécessaire vigilance des actionnaires les plus importants de la société avec laquelle il faudrait savoir composer, l'obligation de vote viendrait, simultanément, attiser la sensibilité des uns et des autres à la question de la relation entre l'investisseur institutionnel et l'épargnant qui lui a confié la mission de valorisation de ses fonds ; à celle des devoirs incombant au premier à l'égard du second.

Ceci étant, il sera difficile de se cacher la vision des difficultés redoutables que la réforme est à même de rencontrer dans sa phase d'adaptation. Le premier problème pourrait être un problème de principe. Interdire l'abstention ne reviendrait-il pas à condamner ce qui est finalement un moyen d'exprimer des vues ou un comportement, même apprécié à travers le prisme de la perception politique ? A quoi il pourrait être rétorqué que la proposition, telle qu'inscrite aujourd'hui, ne vise que des structures intervenant en quelque sorte comme intermédiaires ou sas de sécurité (54), redevables par conséquent à l'égard de certains autres intervenants du tissu économique, et que l'accomplissement de devoirs tels que celui de loyauté prime sur toute autre forme de considération. Seulement voilà : le devoir de loyauté peut s'affirmer, en certaines occasions, dans la négation du moindre effort tendant à l'exercice effectif de son droit de vote, au terme d'une démarche de balancement coût-intérêt de la procédure, familière aux autorités américaines (55). De la contre-objection pourrait ainsi se dégager un enseignement, à savoir que l'abstention ou, pratique qui en est, de

fait, très proche, le vote en blanc, ne mériterait pas l'opprobre que l'on serait en passe de leur faire supporter.

Avec une première discussion de cet ordre, la confrontation de la recommandation avec les principes dérive bien vite vers une analyse des modalités autour desquelles l'obligation de vote devrait se construire pour satisfaire un souci de justice et d'efficacité. Il peut d'autant moins être fait l'économie d'une telle démarche que la mise en application de la suggestion du sénateur Marini déterminerait, ultimement, la création d'un devoir d'activité sérieuse. A quoi bon instituer une obligation de voter si ce n'est pour l'accompagner d'une obligation d'exercer cette prérogative dans des conditions satisfaisantes de sérieux et de préparation (56) ? Mais qu'est-ce qui paraîtrait plus difficile à apprécier, au regard du droit, que le sérieux ou la diligence dans l'exécution d'un travail, a fortiori dans la sphère constituée par la gestion des entreprises et la valorisation des capitaux d'autrui ? Supposons qu'un investisseur institutionnel utilise la formule du pouvoir en blanc à l'occasion d'une assemblée générale et que la société dans laquelle des titres étaient détenus connaisse une très nette dégradation de sa situation financière dans une période postérieure à la tenue de son assemblée générale. L'actionnaire institutionnel devra-t-il voir sa responsabilité engagée au titre d'un défaut de surveillance, alors même qu'il sera difficile de faire le départ entre ce qui est de nature à relever de la mauvaise gestion et de résolutions inopportunes, d'une part, et ce qui doit relever d'un retournement de la conjoncture économique, commerciale, financière ou sociale, d'autre part ; alors encore que des décisions parfaitement concevables au moment du vote se seraient révélées malheureuses en un certain contexte apparu ultérieurement à la date de l'assemblée des actionnaires (57) ?

Autre voie d'appréciation des choses (très liée à la précédente) : il a été signalé à maintes reprises que de nombreux organismes avaient vu le jour aux États-Unis au cours d'une période récente, dont la fonction était de conseiller les investisseurs institutionnels dans l'exercice, par ces derniers, de leur droit de vote (58). Une évolution comparable pourrait se produire en France, si cela n'a pas déjà été fait. Un comportement d'actionnaire attentif (pour dire le moins) pourrait certainement s'appuyer sur les études et recherches menées par de tels établissements. Mais le problème ne basculerait-il pas d'autant, et à nouveau, vers le débat du coût de l'intervention comparé au profit qui peut être attendu du vote, voire de la proposition de résolutions ? Il n'est pas question ici de dire que la rémunération qu'exigeraient les organismes de conseil indiqués en contrepartie de leurs services devrait être regardée comme exorbitante. Il est seulement dans notre intention de souligner la teneur de l'échelle des valeurs qui

serait susceptible de se former : avec, d'un côté, une rétribution quantifiée ; et de l'autre, un bénéfice potentiel qui paraît pour le moins impossible à évaluer, en l'état d'un enchevêtrement inévitable de circonstances susceptibles de conduire à la progression du cours d'un instrument financier...

Bien d'autres choses auraient pu certainement être dites d'une proposition qui ne tient pourtant qu'en quelques lignes. De nombreuses questions demeurent en suspens. Certaines ont trait à la méthode qui pourrait être projetée et présentent un caractère prioritaire à cet égard. Par exemple, faut-il instituer en toutes lettres une obligation de vote (circonscrite alors en quels termes ?), en voyant l'annonce qui serait faite de la mesure comme le catalyseur de toute une réflexion sur les devoirs du professionnel de l'investissement vis-à-vis de l'épargnant et détenteur ultime de l'argent, matière première de l'activité ? Ou s'avèrerait-il préférable de faire jouer les dispositions actuelles (art. 24 de la loi du 23 décembre 1988 sur l'obligation d'agir au bénéfice exclusif des souscripteurs ; section 3, art. 58 et suivants de la loi du 2 juillet 1996, relative aux règles de bonne conduite), en élargissant leur champ d'application au cas par cas et en leur attribuant toute leur signification dans le domaine de la relation actionnariale ? A moins encore que la solution ne vienne de l'érection, au rang de système de référence, d'un principe plus que jamais dans l'air du temps : le principe de loyauté ? Pour peu qu'une ligne stratégique finisse par prévaloir sur les autres, il restera à déterminer les modalités qui devront s'appliquer au sein d'un large éventail. A supposer retenue dans ses grandes lignes la suggestion du sénateur Marini, que pourra-t-il être décidé dans le détail ? L'information à considérer devra-t-elle participer de la réalisation d'une démarche a priori ou a posteriori ? Quels seront les destinataires du changement ? Quels seront les organes ou les structures sur lesquels pèsera l'obligation (au problème de se poser avec une particulière acuité dans le contexte des fonds de pension, à une heure où il est beaucoup question de se diriger vers une filialisation de la gestion des actifs) ?

Le débat, on le voit, pourrait être riche et plein d'enseignements pour nombre de chapitres intéressants tant le gouvernement d'entreprise que la régulation de l'activité de gestion de capitaux. Sachons reconnaître au sénateur Marini le mérite d'avoir soulevé, en si peu de temps, de véritables lièvres et d'avoir su organiser bon nombre des pistes de la recherche et de la réflexion juridique. Formons, ainsi, des vœux pour que ses propositions soient reprises au vol, disséquées, critiquées, dépassées parfois ; en bref, donnent lieu à des discussions constructives d'où peuvent déboucher des séries de changement cohérents. La modernité d'un droit des affaires est très vraisemblablement à ce prix. ■

** Note de l'auteur*

Entre la rédaction de cet article et sa publication, deux événements sont survenus. Le premier est la publication d'un règlement Cob n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (arrêté du 6 janvier 1997) contenant, en son article 8, les seules prescriptions de la nécessité que les droits d'actionnaires s'exercent dans l'intérêt des porteurs de parts d'Opcvm et de l'obligation du prestataire de rendre compte de sa « pratique » en matière d'utilisation des droits de vote. Le second est l'accord finalement établi par les parlementaires pour qu'il y ait attribution aux fonds d'épargne retraite d'une obligation de voter (art. 13) assortie de sanctions (renvoi est fait à

un décret pour déterminer les conditions d'application de la disposition, et « notamment les conditions dans lesquelles il peut être dérogé à l'obligation dans le cas où l'exercice effectif des droits de vote entraînerait des coûts disproportionnés »). On a choisi de ne pas modifier le titre et l'ordonnement de l'article au vu de ces deux évolutions, l'analyse se destinant avant tout à tenter de « recadrer » les questions. Tout au plus devra-t-on préciser qu'il est difficile de trouver une raison pour laquelle un régime distinct s'appliquerait ici aux fonds de pension et aux autres gestionnaires pour autrui. Le débat a manifestement vocation à s'ouvrir davantage ; il semble bien loin de devoir être clos de façon prématurée...

- (1) La modernisation du droit des sociétés, Rapport au Premier ministre, Coll. rapports officiels, *La Documentation Française*, Paris, 1996.
- (2) Voir la longue étude du professeur Paillusseau, La modernisation du droit des sociétés commerciales, «Une reconception du droit des sociétés commerciales», D., 1996, Chrn., 287 ; voir égal. C. Ducouloux-Favard, «La modernisation du droit des sociétés proposée par le sénateur Philippe Marini», *Les Petites Affiches*, 16 sept. 1996, 4.
- (3) Voir cependant l'article (engagé) de P.-H. Leroy, «Gouvernement d'entreprise : ne pas libéraliser sans responsabiliser», *Agefi* du 24 octobre 1996.
- (4) Sur le document, voir les explications fournies par M.-S. L'Hélias dans «Les moyens effectifs de défense des actionnaires», *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, avril 1994, 51.
- (5) Sur ce sujet, R. Buxbaum, «Institutional owners and corporate managers : a comparative perspective», in *Brooklyn Law Review*, Vol. 57, 1991, 22. Et, sur le devoir de prudence généralement entendu (*prudent man rule*, dont les traits fondamentaux s'apparentent à ceux de l'obligation du bon père de famille que bon nombre de pays européens connaît), B. Longstreth, «Modern investment management and the prudent man rule», *Oxford University Press*, 1986.
- (6) Rules and Regulations, Department of Labor, *Interpretative Bulletin* 94-2, 29 juillet 1994, pp. 4-5. L'avancée a été citée et commentée par M. Valuet au *Bulletin Joly Bourse et produits financiers* de janvier 1996 («Fonds de pension américains : incidences de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises», nota. p. 7).
- (7) Cf. N. Cohen, «US investors use foreign voting rights», et «The cost of making your voice heard», *The Financial Times*, 29 novembre 1994, pp. 30 et X.
- (8) La règle a pu être exprimée à travers l'adage *Sell when dissatisfied* («Vendre dès que l'on n'est pas satisfait des résultats financiers que produit l'investissement»). En d'autres termes, il était hors de question, pour l'investisseur institutionnel, de s'impliquer d'une manière quelconque dans la gestion de sociétés faisant occasionnellement partie du portefeuille. Pour une mise en perspective de la *Wall Street Rule* (ou *Wall Street walk*), J.W. Barnard, «Institutional investors and the new corporate governance», *North Carolina Law Review*, Vol. 69, 1991, 1149 et s.
- (9) R. Buxbaum, art. préc., 22.
- (10) Ce qui diminue d'autant la possibilité de se débarrasser à faible coût des titres acquis et enlève au schéma connu sous le nom de *collective action dilemma* («le dilemme de l'action collective») une large partie de son pouvoir de synthèse. Sur ces sujets, B. Black, «Shareholder passivity reexamined», *Michigan Law Review*, vol. 89, 1990, 573 et E. Rock, «The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism», *The Georgetown Law Journal*, 1991. Signalons ici que les initiatives de la SEC tendant à assouplir les règles applicables à la communication entre actionnaires sont venues conforter l'idée et la réalité d'une action efficace menée à plusieurs.
- (11) La constitution de portefeuilles de valeurs mobilières épousant la configuration d'un indice boursier, pratique aujourd'hui très largement répandue, produit des incidences quant à la politique de gestion d'actifs qu'il convient de conduire en l'état (difficulté de changer les valeurs figurant dans le «panier» ; incitation concomitante à travailler sur l'amélioration de la rentabilité des titres acquis).
- (12) Voir le rapport de recherche établi par R. Berenbeim pour le Conference Board, «Les relations des sociétés avec les investisseurs institutionnels» (Supp. à la *Revue d'économie financière* d'hiver 1994). Adde, le court article paru dans *Le Monde* du 17 octobre 1995, «Les représentants des fonds de pension anglo-saxons discutent avec des patrons français» (p. 21).
- (13) C'est ainsi qu'il conviendrait d'apprécier l'approche de la célèbre compagnie d'assurances Prudential («The Pru»), qui s'est fait un point d'honneur depuis quelques années de voter systématiquement dans les assemblées générales des sociétés dans lesquelles des actions étaient détenues. V. B. Riley, «Corporate governance - Red signal for the gray train», *The F.T.*, 27 avril 1995 (special survey on «Pension fund investment», VIII).
- (14) B. Riley, *ibid.*
- (15) A.R. Goobey, «Why pay should be linked to success», *The F.T.*, 4 novembre 1994, 22.
- (16) V. A. Burchill, «PosTel's clamorous crusader», *Institutional Investor*, janvier 1995, 82.
- (17) W. Lewis, «Institutions call for detail on top pay», *The F.T.*, 29 mars 1995, 7. Lorsque l'on sait que le fonds de pension en question possède près de 13 milliards de livres investis en actions de sociétés anglaises (Postel's warrior, *The Economist*, 9 octobre 1993, 85), on mesure mieux l'impact que de telles prises de position peuvent avoir.
- (18) Pour une mise en lumière du champ d'analyse de cette nouvelle commission, W. Lewis, «Guide to the great "untouchables"», *The F.T.*, 11 mars 1996, 8.
- (19) Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance, 1^{er} décembre 1992.
- (20) «We recommend that institutional investors should disclose their policies on the use of voting rights» (§ 6.12 du rapport).
- (21) «Voting rights can be regarded as an asset [...]» (*ibid.*).
- (22) Les deux phrases apparaissent au § 6.11.2 du rapport.
- (23) «The responsibilities of institutional shareholders in the UK». Le document, qui fait état d'une obligation, à la charge des investisseurs institutionnels, «d'exercer leur influence d'une manière responsable», contient la phrase suivante : «It is considered important that institutional shareholders support Boards by a positive use of their voting rights unless they have good reasons for doing otherwise» (p. 2). Voir, à titre de commentaire, l'article de J. Dine, «The governance of governance», *The Company Lawyer*, 1994, Vol. 15, n° 3, 76.
- (24) Voir ici l'étude du professeur Tunc : «Le gouvernement des sociétés anonymes - Le mouvement de réforme aux États-Unis et au Royaume-Uni», *RIDC*, 1994, 59 et s.
- (25) Cf. P. Davies, «Institutional investors in the United Kingdom», in *Contemporary issues in corporate governance*, (Prentice and Holland, Clarendon Press Oxford), 1993, p. 92.
- (26) Recommandation n° 88-03 concernant l'application des principes et règles de conduite relatifs aux gestions sous mandat, *Bull. Cob*, juillet-août 1988, p. 28. Le texte, qui s'inscrit dans le prolongement des travaux de la commission Brac de la Perrière (v. rapport général du groupe de déontologie des activités financières, publié au *Bull. Cob* (Supp.) de mars 1988), a largement préparé l'élaboration de la loi du 23 décembre 1988, avec son article 24 alinéa 2 ainsi rédigé : «Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le dépositaire et la société de gestion doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs».
- (27) *Ibid.* On comparera le vocabulaire choisi avec celui ressortant du règlement de déontologie des Opcvm de l'ASFFI (17 avril 1996) : «Il est recommandé que les droits de vote soient exercés. Dans le cas où l'objectif ou le style de gestion aurait pour conséquence l'abstention dans l'utilisation de ces droits, il conviendra de la justifier dans le rapport annuel de l'Opcvm» (n° 15).
- (28) Voir encore le compte-rendu de la position de Colette Neuville, présidente de l'ADAM, présenté en *Annexe I du rapport Marini* («Auditions»), p. 200.
- (29) *Dixit* la commission Pébereau : «Dans la mesure où les Opcvm actions ont vocation à détenir des participations au capital d'entreprises, il serait également utile que leurs gestionnaires précisent les principes qui guident leur attitude dans l'exercice du droit de vote qu'ils peuvent avoir à exercer à ce titre : abstention ou politique active et, dans ce cas, en fonction de quels critères ? Ces diverses indications pourraient être systématiquement mentionnées dans les plaquettes annuelles des Opcvm, comme c'est déjà le cas pour plusieurs d'entre elles depuis quelques années. Elles permettraient aux épargnants de choisir le support de leur placement en fonction, aussi, de la politique d'actionnariat proposée» (*Rapport du groupe de travail de l'Institut de l'entreprise présidé par M. Pébereau*, «Le capitalisme français au XXI^e siècle», avril 1995).
- (30) Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (*JORF* du 4 juillet 1996, 10063). Voir ici le commentaire qui en a été fait lors de la journée d'études organisée par *La revue Banque* le 23 octobre 1996, «Métiers du titre - Les changements après la loi de modernisation des activités financières» ; avec le compte-rendu de notre intervention, intitulée : «Règles déontologiques - Application des règles déontologiques en matière financière».
- (31) Article 58, 6^e de la loi préc. Le texte est à rapprocher de celui de l'article 64, II de la même loi qui, s'agissant de «l'activité de gestion pour le compte de tiers», évoque la nécessaire «autonomie de décision afin de faire prévaloir dans tous les cas l'intérêt de leurs clients».
- (32) Au même titre que les concepts, s'entendant comme devoirs, de «compétence, soin, diligence» (art. 58, 1^{er} et 2^o). L'ensemble présente des proximités évidentes avec l'aménagement historique des *fiduciary duties* dans les pays anglo-saxons (*care, skill, diligence...* - voir B. Black, art. préc., nota. p. 553).
- (33) Cass. com., 27 février 1996 (Vigrain c/Mme Alary), *JCP (édition Générale)*, 1996, II, n° 22665, note Ghestin ; D., 1996, Jurisp., 518, note Malaurie ; *JCP (édition Entreprise)*, 1996, II, n° 838, note Schmidt et Dion.
- (34) Qui est au cœur du débat de la *corporate governance*, la concentration des pouvoirs entre les mains du chef d'entreprise apparaissant comme l'un des aiguillons de la critique.
- (35) Voir note Ghestin préc., nota. n° 18 et n° 20-21.
- (36) Une telle interprétation aurait de quoi se nourrir de l'observation combinée que des codes de déontologie établis, qui par des établissements financiers spécifiques, qui par des associations de représentation des professionnels (telles l'ASFFI), font figurer la recommandation de l'exercice effectif du droit de vote, et que les statistiques révèlent à quel point l'abstention est encore présente comme pratique de comportement des «zinzins» français (v. l'article préc. de P.-H. Leroy).
- (37) V. la section 3 du chapitre I^{er} du Titre III de la loi, qui introduit ces

«règles de bonne conduite» aux côtés des «normes de gestion» et des «obligations comptables et déclaratives» dans le champ des obligations placées à la charge des prestataires de services d'investissement.

(38) Pour s'en persuader complètement, il suffit de lire les pages 88 et suivantes du rapport, dans lesquelles il est souligné le problème de principe que poserait une interdiction pure et simple de la délégation de pouvoir en blanc et mis en avant l'intérêt d'une faculté de représentation de l'actionnaire par un mandataire indépendant, à l'image de ce que connaît le droit suisse.

(39) Voir l'article précité de P.-H. Leroy. *Adde*, du même auteur, «Rapport Marini : deux pas en avant, un pas en arrière ?», à l'*Agefi* du 17 septembre 1996.

(40) Pour un début d'explication du propos, v. A. Sommer, «Corporate governance in the nineties : managers vs. institutions», *Cincinnati Law Review*, Vol. 59, 1990, pp. 363 et s.

(41) Voir P. Finn, «Fiduciary law and the modern commercial world», in E. McKendrick, «Commercial aspects of trusts and fiduciary obligations», *Oxford - Clarendon Press*, 1992, 9.

(42) Voir le chapitre «Droit des trusts» (nota. n° 375 à 377) établi par le professeur Jones in «Droit anglais» (sous la direction de J.A. Jolowicz), *Précis Dalloz*, 1992 (2^e éd.). *Adde*, l'ouvrage de J.G. Duddington, «Equity and trusts», *ME Law Handbooks*, 1992.

(43) Voir le paragraphe qui est consacré à la proposition en page 29 du rapport.

(44) Cette considération devrait souligner, à elle seule, l'opportunité de réétudier ou de repreciser la terminologie posée rapidement («gérant» et «porteur de part»), manifestement adaptée à l'hypothèse de la Sicav ou du FCP, lorsqu'il sera bien temps d'aborder un tel niveau de détail.

(45) A l'heure où nous écrivions cet article, la proposition de loi relative à l'épargne-retraite faisait l'objet d'un examen en commission mixte paritaire. Il semblerait que l'on aborde enfin la dernière ligne droite dans la mise en place d'une réforme ajournée un nombre considérable de fois au cours des cinq dernières années.

(46) Premiers signes tangibles de cette tendance : l'attribution par la loi du 2 juillet 1996 d'un bloc de compétence à la Cob dans le domaine de la gestion de portefeuille pour le compte de tiers et l'objet même du rapport établi par le groupe de travail placé sous la présidence de M. de La Martinière, «L'industrie française de la gestion de capitaux» (*association Paris Europlace*).

(47) Sur la question, nos travaux «Les investisseurs institutionnels», *Thèse dactyl.*, Paris I, 1996.

(48) Voir ici le texte de l'article 58 *in fine* de la loi du 2 juillet 1996 : «Les règles énoncées au présent article [devoir de loyauté, de compétence, de transparence...] doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en manière [matière ?] de services d'investissement, de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu».

(49) Cf. thèse préc.

(50) Voir teneur de la recommandation contenue dans le rapport Pébe-

reau, citée *supra* en note 29. Il y a tout de même une certaine ambiguïté dans la formulation du rapport, dans la mesure où la retranscription des auditions fait apparaître que «M. Marini suggère que la politique de vote des Opvcm fasse l'objet d'une information auprès des porteurs de parts» (p. 182 du rapport). Ce point aurait besoin d'être éclairci à l'avenir.

(51) Cf. l'article, ainsi intitulé sous une forme interrogative, du professeur Daigre, publié au *JCP (G)*, n° 26, 1996, dans la rubrique «Actualités». Voir égal. la proposition émise par le professeur Schmidt d'institution d'une autorisation de céder un droit de vote «stérile» pour un certain nombre d'actionnaires (Finalité du pouvoir dans les sociétés cotées, *Les Echos* du 31 janvier 1996). L'interrogation sur l'importance du droit de vote est, il est vrai, récurrente, depuis ces lois qui ont créé l'action à dividende prioritaire sans droit de vote (loi du 13 juillet 1978) ou le certificat d'investissement et le certificat de droit de vote (loi du 3 janvier 1983). Voir encore, sur la question, l'article de B. Saintourens, «La flexibilité du droit des sociétés», *RTD Co.*, 1987, nota. 467 et s.

(52) L'hypothèse de l'exercice du droit de vote par un mandataire appelé par le juge à se substituer à des minoritaires s'étant rendu coupable d'un abus de minorité [v. *Com.*, 9 mars 1993 ; *D.*, 1993, J., 363, note Guyon ; le commentaire de P. Le Cannu, «Le minoritaire inerte (Observations sous l'arrêt Flandin)», *Bull. Joly*, 1993, 537] ou celle du vote émanant du cessionnaire à réméré constituent des hypothèses trop particulières, quant au contexte dans lequel elles s'inscrivent et quant à leurs modalités, pour tenir ici lieu de «précédents». Encore qu'une analyse de la relation induite de la convention de réméré, menée à la lumière de concepts fiduciaires, serait à même de livrer un éclairage fort intéressant en ce qui nous concerne (voir ici la chronique de J.-L. Médus, Réméré sur droits sociaux et restructurations d'entreprises, *Bull. Joly*, 1996, 459).

(53) Sur la notion elle-même, Y. Guyon, «Droit des affaires», t. 1, 9^e éd., n° 124s. Il est vrai qu'on pourra toujours ajouter que la notion s'est vue tellement écorner par les innovations introduites par la pratique et, à sa suite, par le législateur, qu'il semble bien difficile dorénavant de lui donner quelque consistance (voir ici, au milieu d'une littérature abondante, l'article d'A. Couret, «Innovation financière et règle de droit», *D.*, 1990, *Chrn.*, 135).

(54) On reprend ici le terme qui avait pu être mis en avant par M. D'Héplumes dans son article, intitulé «La Caisse des dépôts et les changements de décor de l'univers financier international», *Rev. Eco. Fin.*, numéro spécial 1991, 538.

(55) Cf. *supra*, I, A.

(56) Voir l'article (précité) de P. Davies, p. 92.

(57) On pourrait penser à l'hypothèse d'un vote en faveur du renouvellement des mandats des administrateurs en place ; l'un d'entre eux, voire le plus important d'entre eux, faisant ultérieurement l'objet d'une mise en examen, dont l'annonce entraînerait une très lourde chute du cours du titre de la société.

(58) V. l'article (préc.) de J.-P. Valuet, nota. p. 8.