

UCL

Université
catholique
de Louvain

Faculté de droit et de criminologie (DRT)

L'intérêt des stakeholders dans la *corporate governance* comme catalyseur du développement durable

Mémoire réalisé par
Edouard Eeckhout

Promoteur(s)
Yves De Cordt

Année académique 2017-2018
Master en droit

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat entraîne l'application des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens de l'UCL.

Il y a lieu d'entendre par « plagiat », l'utilisation des idées et énonciations d'un tiers, fussent-elles paraphrasées et quelle qu'en soit l'ampleur, sans que leur source ne soit mentionnée explicitement et distinctement à l'endroit exact de l'utilisation.

La reproduction littérale du passage d'une oeuvre, même non soumise à droit d'auteur, requiert que l'extrait soit placé entre guillemets et que la citation soit immédiatement suivie de la référence exacte à la source consultée.*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une oeuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette oeuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Table des matières

Introduction	6
Chapitre 1 ^{er} – Tour d’horizon des notions fondamentales de la <i>corporate governance</i> contemporaine	8
Section 1 – L’intérêt social comme fondement de la <i>corporate governance</i>	8
§ 1 – Définition de l’intérêt social.....	8
§ 2 – Interactions entre l’intérêt social et la conception de la société	11
Section 2 – Le dilemme entre le profit financier et sociétal.....	14
Section 3 – La théorie des stakeholders	17
§1 – Définition de la théorie.....	17
§2 – Définition des stakeholders	22
Section 4 – Critiques majeures de la théorie des stakeholders.....	24
§1 Difficulté d’application	24
§2 Coûts de mise en œuvre	28
§3 La difficulté d’identification des parties prenantes	30
Chapitre 2 – Quels intérêts en jeu pour les sociétés quant à la prise en considération des stakeholders dans la gouvernance d’entreprise ?	32
Section 1 – Le développement durable et la perspective de long-terme	32
§1 Définition et portée du concept	32
§2 Incidence sur le droit des sociétés	33
§3 La promotion du long-termisme.....	37
Section 2 – La recherche de la neutralisation des conflits d’intérêts	38
Section 3 – L’intérêt économique	39
§1 L’amélioration des performances de l’entreprise au bénéfice des actionnaires.....	39
§2 L’amélioration des conditions de financement	42

Section 4 – Les investisseurs de long-terme et/ou investisseurs sensibles à la question du développement durable	43
Section 5 – La remise en cause de certains aspects de la <i>shareholder primacy</i>	45
§1 – Bénéficiaires résiduels.....	45
§2 – Efficience économique	46
§3 – Certitude	47
§4 – Propriété	50
§5 – Conclusion.....	52
Chapitre 3 – La place des stakeholders dans la gouvernance d’entreprise	53
Section 1 – La gouvernance d’entreprise belge et l’intérêt stakeholders	53
Section 2 – La gouvernance d’entreprise de nos voisins européens et l’intérêt des stakeholders	55
§1 Droit anglais	55
§2 Droit français.....	56
§3 Droit allemand.....	58
Section 3 – La gouvernance d’entreprise nord-américaine et l’intérêt des stakeholders	60
§1 Droit canadien	60
§2 Point de convergence États-Unis - Canada – L’obligation de se renseigner	62
§3 Droit des États-Unis	63
Conclusion.....	66
Bibliographie.....	68

Introduction

Il y a onze ans, fin 2007, un terrible engrenage s'enclenchait. À l'apogée de la course pour le profit, d'éminents banquiers et économistes pensaient avoir bâti un système infaillible qui garantissait rapidement des rendements colossaux tout en diminuant radicalement les risques. Un système qui entendait enrichir l'intégralité de la société civile, assurer l'accès à la propriété à tous, à tout prix, tout en contentant les actionnaires en leur présentant des profits grandioses. Nous aurions tous aimé qu'il en soit ainsi longtemps, et que ces pratiques ne soient en rien dommageables. Malheureusement, l'histoire nous aura démontré que l'obsession pour le court terme et la satisfaction des attentes des marchés financiers n'est pas viable dans la durée.

Parallèlement, une crise écologique a émergé. Une crise dont les prémices ne datent certainement pas d'hier mais qui a nécessité du temps et un appui scientifique permanent pour être prise au sérieux. En conséquence, les autorités publiques commencent à réagir et les consciences s'éveillent.

Ces deux crises majeures ont permis de mettre à jour les limites de notre modèle économique. S'il n'a, en principe, jamais vraiment été question d'en changer les fondements, il convient de l'adapter et de le rendre plus sensible au long-termisme. C'est dans ce contexte que les réflexions sur la responsabilité sociétale des entreprises et sur le développement durable foisonnent et prennent tout leur sens.

Ce travail se focalisera particulièrement sur la théorie des stakeholders, théorie qui entend axer la *corporate governance* sur l'intérêt des parties prenantes. Elle présente l'avantage de mieux coordonner l'intérêt de la société avec les intérêts qui l'environnent et, dès lors, de mieux protéger toutes les parties prenantes qui en dépendent. Comme Xavier Dieux le précise bien : L'idée « *n'est certes pas neuve mais la déflagration qui a placé le système financier et économique au bord du précipice (...) en a ravivé brutalement l'actualité¹* ». Pour des raisons pratiques, nous concentrerons notre attention sur les sociétés anonymes : les plus influentes et dont le changement de comportement sera le plus à même d'entraîner des résultats probants.

¹ X.DIEUX, « Shareholdership v. Stakeholdership: what else? » in *Gouvernance d'entreprise: carcan ou clé du succès?* Bruxelles, Bruylant, 2010, p. 114.

Après avoir défini les concepts essentiels qui caractérisent la gouvernance d'entreprise et la théorie des stakeholders, nous nous pencherons sur les critiques majeures qui caractérisent le modèle et dissuadent sa mise en œuvre (Chapitre 1^{er}). Nous examinerons ensuite les raisons pour lesquelles le modèle mérite d'être retenu ou, tout du moins, mérite d'influencer la pratique du droit des sociétés (Chapitre 2). Enfin, nous nous adonnerons à un exercice de droit comparé pour illustrer les idées et propos recueillis tout au long de l'étude. Ce dernier chapitre passera sommairement en revue les différents modèles de gouvernance qui existent, les mesures phares qui marquent le droit des sociétés et qui témoignent d'une tendance à vouloir faire mieux (ou non) pour les parties prenantes (Chapitre 3).

Tout au long de nos réflexions, nous tenterons d'observer de quelle manière le développement durable est amené à s'immiscer dans la sphère économique et financière.

Chapitre 1^{er} – Tour d’horizon des notions fondamentales de la *corporate governance* contemporaine

Section 1 – L’intérêt social comme fondement de la *corporate governance*

§ 1 – Définition de l’intérêt social

La notion d’intérêt social se définit principalement à travers ses fonctions, à travers l’utilité qu’elle présente dans le droit des sociétés. L’intérêt social permet avant toute chose d’apprécier la régularité d’une décision prise par un organe de la société². Pour déterminer si une faute de gestion peut être imputée dans le chef d’un des organes de la société par exemple, il convient d’examiner si la décision a été prise conformément à l’intérêt social. Bien sûr, donner du contenu à cette notion n’est pas chose aisée et il s’agira pour le juge qui doit se prononcer sur l’existence d’une faute de gestion de s’en tenir au « *principe de l’appréciation marginale* » (similaire à la fameuse business judgment rule) « *en se gardant de toute appréciation a posteriori des faits de la cause* », et de déterminer si « *la décision prise est ou non manifestement contraire à l’intérêt social*³ ». L’important est de laisser aux dirigeants une marge de manœuvre suffisante pour mener à bien leur stratégie et éviter de les exposer à la menace permanente d’une action en responsabilité⁴ tout en évitant toute prise de décision manifestement déraisonnable *in casu*.

Dans un deuxième temps, l’intérêt social constitue une condition de validité qui doit être rencontrée lors de l’élaboration de clauses d’aliénation des titres des S.A et des conventions d’actionnaire comme il en ressort des articles 510 et 551 du Code des sociétés.

Définir ce concept se révèle être une tâche relativement compliquée et l’on ne peut dégager de la doctrine ou de la jurisprudence une définition tranchée de l’intérêt social. Yves De Cordt

² X., DIEUX, Lambrecht, P., Caprasse, O., Autenne, A., Aydogdu, R., Duplat, M., Hannouille, A., Leclercq, D., Léonard, L., Pottier, E., Thungen, R., Weemaels, E. et Willermain, D., « Examen de jurisprudence (2010-2013) - Les sociétés commerciales (première partie) », *R.C.J.B.*, 2016/1, p. 101

³ *Ibid.* p. 102

⁴ I. CORBISIER, *La société : contrat ou institution ? Droits étasunien, français, belge, néerlandais, allemand et luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 469

qualifie l'intérêt social d'inachevé, pouvant ainsi évoluer au gré « *des besoins conjoncturels ou contextuels*⁵ ». Dans les faits (pour se focaliser sur les positions les plus arrêtées) deux grandes écoles se proposent de répondre à cette question. L'une se focalise sur l'intérêt des actionnaires, arguant que la maximisation de la valeur de l'entreprise se confond avec la maximisation de la valeur actionnariale, l'autre prône une approche plus large de l'intérêt social et englobe dans son champ l'intérêt des parties prenantes, des *stakeholders*, soit les parties « *qui peuvent influencer ou être affectées par l'atteinte des objectifs de l'organisation*⁶ ».

En droit belge, la Cour de cassation a opté pour la définition « restrictive » de l'intérêt social, soit la primauté de l'intérêt des actionnaires. Elle considère que *l'intérêt social est déterminé par le but de lucre collectif des associés actuels et futurs*⁷. Juridiquement, les fondements de cette conception de l'intérêt social reposent sur les art. 1^{er} et 19 du Code des sociétés qui prévoient que la société est « *contractée pour l'intérêt commun des parties* » et a pour but de « *procurer aux associés un bénéfice patrimonial direct ou indirect* ».

De plus, la prise en compte d'intérêts trop divergents qui dépassent cette conception traditionnelle serait contraire au principe de la spécialité légale (en ce que la raison d'être d'une société n'est pas et compliquerait grandement la tâche des gestionnaires de l'entreprise, selon les tenants de cette théorie⁸).

Il serait inexact de penser que, parce que la décision rendue par la Cour favorise l'approche actionnariale de l'intérêt social, le droit belge serait cantonné à cette conception. Une partie de la doctrine ainsi que certaines décisions de jurisprudence appuient encore la théorie des *stakeholders* (ou du moins n'y décèlent aucune incompatibilité avec la jurisprudence actuelle). Deux jours avant que l'arrêt du 28 novembre 2013 soit rendu, le tribunal de commerce de Liège se prononçait sur la question en ces termes : « *l'intérêt social comporte plusieurs composantes et comprend, à côté de l'intérêt des actionnaires, celui d'autres parties intéressées dans l'entreprise comme les clients, les fournisseurs, les travailleurs...* »⁹

⁵ Y. DE CORDT, « Les stakeholders dans les codes de corporate governance », *Rev. prat. Soc.*, 2005/1, Bruxelles, Bruylant p.57

⁶ Edward R. FREEMAN, *Strategic Management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984, p.25

⁷ Cass., 28 novembre 2013, *Pas.* 2013, p. 2384

⁸ D. WILLERMAIN., « Les organes de la personne morale » in Examen de jurisprudence (2010-2013) - Les sociétés commerciales (première partie) », *R.C.J.B.*, 2016/1, p. 104

⁹ 26 novembre 2013, T.R.V., 2014, p. 319

Un deuxième tempérament peut être apporté à la position de la Cour : en précisant que l'intérêt social s'apprécie également dans le chef des associés *futurs*, elle entend viser le caractère continu, durable de l'entreprise et ne se limite pas à considérer que la maximisation immédiate des bénéficiaires à destination des actionnaires soit amplement suffisante pour répondre à l'intérêt social¹⁰. Cette précision ressort du rapport annuel de la Cour de cassation de 2013¹¹.

Cette vision dynamique¹² de l'intérêt social « *n'interdit pas la prise en compte par les organes sociaux des intérêts des autres stakeholders* » affirme Didier Willermain. Les défenseurs de la conception restrictive de l'intérêt social ne s'opposeraient d'ailleurs pas à cette vision des choses aussi longtemps que la prise en compte de ces différents intérêts contribue « *au succès économique de l'entreprise*¹³ ». En d'autres termes, la prise de décision qui inclue ces autres « *intérêts catégoriels comme instrument de la réalisation de l'intérêt commun des associés* » est conforme à la conception restrictive de l'intérêt social¹⁴. Dans une étude de 2015, deux chercheurs suisses tentent précisément de démontrer qu'une entreprise qui saurait satisfaire de manière adéquate l'intérêt de ses stakeholders « *prospère dans la durée*¹⁵ », ce qui revient globalement à servir les intérêts des associés actuels et futurs. Certainement une manière de réconcilier les deux visions.

Toutefois, en droit belge, selon la logique qui vient d'être développée et qui prévaut suivant la Cour de cassation, l'actionnaire aura toujours le dernier mot puisque la prise en compte des intérêts des stakeholders reste subordonnée à l'intérêt des associés¹⁶. Dans cette optique, la marge de manœuvre des administrateurs est donc limitée.

¹⁰ D. WILLERMAIN, p. 105

¹¹ Cour de cassation de Belgique, *Rapport annuel*, 2013, p. 32

¹² D., WILLERMAIN, p. 106

¹³ O. CAPRASSE et R. AYDOGU, *Les conflits entre actionnaires. Prévention et résolution*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 14

¹⁴ D. WILLERMAIN *op.cit.*, p. 106

¹⁵ H. PETER, G. JACQUEMET, « Corporate Social Responsibility, Sustainable Development et Corporate Governance : quelle corrélation ? », *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, 2015, vol. 3, p. 174

¹⁶ D. WILLERMAIN, p.106

§ 2 – Interactions entre l'intérêt social et la conception de la société

Pour l'heure, la société est, selon le droit belge, un instrument juridique au service des personnes soucieuses de créer de la valeur. Comme nous venons de l'exposer et tel que le droit belge s'est développé, cette valeur doit encore être comprise comme la valeur actionnariale en ce que l'intérêt de la société « *est déterminé par le but de lucre collectif des associés actuels et futurs*¹⁷ ». Cette doctrine traditionnelle qui ressort de l'analyse économique du droit a préconisé que l'administration d'une société s'affaire à maximiser la valeur actionnariale en gratifiant les « propriétaires¹⁸ » de l'entreprise d'un dividende croissant et d'un bilan qui satisfasse leurs attentes pour finalement accroître la capitalisation boursière de cette entreprise¹⁹.

Pour ne pas rentrer trop dans le détail, ce modèle s'est imposé, aux yeux des législateurs comme le plus porteur, le plus en phase avec la réalité économique et a mené, ces dernières décennies, à un renforcement de la protection des actionnaires en exigeant des sociétés cotées qu'elles agissent avec toujours plus de transparence à l'égard des investisseurs²⁰. Le législateur (qu'il soit national ou européen) a également veillé à ce que les sociétés s'érigent en modèles de démocratie, encourageant les actionnaires à participer toujours plus aux affaires de la société en contrôlant davantage et en sanctionnant, si nécessaire, le management²¹.

Parallèlement, les codes de gouvernance d'entreprise ont permis aux sociétés d'affirmer leur crédibilité en renforçant la confiance des marchés à leur égard²² par l'adoption de « *normes et de références à l'aune desquelles les membres de la société et les tiers peuvent juger de leur fonctionnement et leur structure*²³ ». Bien que ces codes puissent, dans les intentions qui ressortent de leur préambule, adresser quelque sollicitude à l'égard des parties prenantes, ils focalisent principalement leurs recommandations sur l'intérêt des actionnaires²⁴, les parties prenantes ne bénéficiant de ces recommandations que de manière indirecte²⁵. Indirectement et néanmoins efficacement dans la mesure où, comme le précise Xavier Dieux, « *ces techniques*

¹⁷ Cass., 28 novembre 2013 *op. cit.*

¹⁸ Le terme choisi s'inscrit bien évidemment dans une sémantique économique

¹⁹ X.DIEUX, *op. cit.*, p. 119

²⁰ *Ibid.*, p. 108

²¹ *Ibid.*, p. 110

²² *Ibid.*, p. 111

²³ Avant-propos du Code belge de gouvernance d'entreprise 2009

²⁴ Y. DE CORDT, *op. cit.*, pp 61-62

²⁵ X. DIEUX, *Op. cit.*, p. 124

ont pour but d'objectiver le processus de décision, de prévenir les conséquences de conflits d'intérêts éventuels et d'assurer la transparence », ce qui dépasse largement le seul intérêt financier. À titre d'exemple, l'on retient la désignation d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration et leur intervention dans des situations qui présentent des risques de conflits d'intérêts.

Malgré cela, ces règles essentiellement fondées sur la protection des actionnaires, et plus particulièrement des actionnaires du *public*²⁶, couplées aux exigences de la réalité économique (satisfaire les investisseurs institutionnels omniprésents et incontournables dans les stratégies des entreprises cotées²⁷) ont, dans les faits, inexorablement estompé temporairement l'importance de la controverse sur l'intérêt de la société. Stéphane Rousseau et Yvan Allaire parlent d'un « *effritement graduel de loyauté et de responsabilité envers les parties prenantes depuis les années 80*²⁸ ».

Néanmoins, ce « retour vers l'actionnaire » a su répondre aux attentes de la sphère économique en ce que les mesures adoptées en matière de gouvernance ont permis aux sociétés modernes de bénéficier d'un regain de confiance de la part des investisseurs et par conséquent des capitaux nécessaires à leur bon fonctionnement²⁹. Un rapport de l'OCDE démontre empiriquement que les règles de gouvernance ont un impact direct sur les performances de l'entreprise, particulièrement lorsque les dirigeants de l'entreprise sont soumis à un contrôle renforcé des actionnaires (dans cette optique les actionnaires principaux, qui supervisent effectivement les performances de l'entreprise, ont une influence positive sur la rentabilité d'une société)³⁰. En observant l'état global de l'économie européenne des années 90 à la crise de 2008, à travers les

²⁶ X. DIEUX, *Op.cit.*, p.111. L'auteur oppose ces actionnaires du public aux actionnaires de contrôle et de référence. Ces actionnaires seraient les principaux destinataires des règles de gouvernance qui renforcent leur protection et encouragent leur participation au sein des sociétés cotées.

²⁷ S. ROUSSEAU et Y ALLAIRE, *Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société*, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, 2014, p. 9

²⁸ *Ibid.* p. 8

²⁹ M. MAHER, T. ANDERSSON, Corporate governance: effects on firm performance and economic growth, rapport de l'OCDE disponible via le lien suivant: <https://www.oecd.org/sti/ind/2090569.pdf>

³⁰ *Ibid.* p. 32: “[...] direct shareholder monitoring helps boost the overall profitability of firms. This result is also borne out by studies of managerial turnover. For example, Franks and Mayer (1994) find a larger turnover of directors when large shareholders are present, again indicating that large shareholders are active monitors. It seems, therefore, that the beneficial effects of direct monitoring, and a better match between cash flow and control rights, more than outweigh the costs of low diversification opportunities or rent extraction by majority owners.”

statistiques de l'OCDE³¹, la création de valeur est constante dans tous les secteurs, et les dividendes distribués par les banques belges, croissants³². Il n'est pas de notre ressort d'évaluer précisément l'impact des règles de droit sur cette création de valeur mais l'on peut sans trop de crainte affirmer en droit que la société, comme instrument de création de valeur, remplit bien sa fonction première et le postulat de base selon lequel le management de la société doit accroître le bénéfice distribuable aux actionnaires nous semble respecté.

Mais si l'on pensait résolument que tous les paramètres de ce modèle étaient maîtrisés, c'est sans compter sur la crise financière de 2008 qui a su mettre en exergue les limites et dérives de ce modèle fondé sur la primauté de l'actionnaire. La recherche de résultats rapides, une évaluation trop superficielle des risques et une vision court-termiste de la gestion d'entreprise pour satisfaire les attentes des investisseurs et en attirer de nouveaux, dans des sociétés présentant des risques systémiques ont mené à une remise en cause de la conception classique de l'intérêt de la société.

C'est ainsi que la théorie des stakeholders a connu un regain d'intérêt en ce qu'elle promeut un comportement plus responsable et plus durable³³, par la prise en compte d'intérêts plus variés. Cette théorie, difficile à mettre en œuvre, connaît des critiques mais, beaucoup d'auteurs aspirent à démontrer qu'il est possible de l'intégrer de manière concrète, réaliste et pratique au sein de la gouvernance.

La prospérité des entreprises dans le long-terme est certainement une question d'intérêt général et, pour cette raison, la réflexion mérite d'être menée. Penser l'entreprise comme un système ouvert plutôt qu'une entité indépendante³⁴ et reconnaître que celle-ci évolue dans un réseau, ce qui implique forcément d'une part, que son comportement affecte son environnement et d'autre part, que son environnement l'affecte³⁵, contribuerait non seulement au succès à long-terme de la société en question mais également à son réseau³⁶.

³¹ http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE1&Lang=fr# – Finances > Rentabilité des banques > analyse du compte de résultat et du bilan

³² *Ibid.*

³³ H. PETER, G. JACQUEMET, *Op.cit.*, p. 174

³⁴ E. R. FREEMAN ET J. MCVEA, "A Stakeholder Approach to Strategic Management" (2001). *Darden Business School Working Paper* No. 01-02. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=263511>, p. 7

³⁵ *Ibid.* p. 11

³⁶ *Ibid.* p. 13

Nous serons amenés à observer, plus loin dans ce travail (chapitre 3), que la doctrine, sur base d'une jurisprudence en pleine évolution, s'essaie à démontrer que l'intérêt social se détache de plus en plus du simple intérêt des actionnaires au profit de la prise en considération d'intérêts plus divers.

Section 2 – Le dilemme entre le profit financier et sociétal³⁷

Dans une communication de la Commission européenne de 2011 sur la responsabilité sociale des entreprises³⁸, on peut lire que « *les effets positifs de la RSE sur la compétitivité sont de plus en plus évidents, mais les entreprises continuent à devoir faire face à un dilemme lorsque la ligne de conduite la plus responsable sur le plan social n'est pas la plus intéressante sur le plan financier, du moins à court terme* ».

On a trop souvent présenté ces deux objectifs comme dichotomiques et pourtant, il n'est pas rare de tomber sur des auteurs qui proposent très concrètement un modèle économique viable dans le long terme qui puisse allier création de valeur et prise en compte de considérations environnementales et sociales. C'est le cas de Dirk Schoenmaker, qui, dans un essai sur la « *sustainable finance* » tente de démontrer qu'il serait possible d'évoluer vers ce genre de modèle plus durable. Financier de formation, il se concentre principalement sur le rôle que la finance pourrait jouer dans le développement durable : « *traditional finance focuses on financial return, considering the financial sector separate from both society and the environment. In contrast, sustainable finance considers financial, social and environmental returns in combination*³⁹ ». Cette phrase d'introduction de son essai démontre sa volonté de se détacher de la conception classique du seul profit des actionnaires pour intégrer d'autres intérêts

³⁷ G. NERI-CASTRACANE, *Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise*, Genève, Schulthess, Collection Genevoise, 2016, p.34

³⁸ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des Régions, Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014, point 4.4

³⁹ D. SCHOENMAKER, *Investing for the common good: a sustainable finance framework*, Brussels, Bruegel, 2017, p.1

dans les stratégies des entreprises. Le défi consiste à s’émanciper du court-termisme pour aligner les intérêts de tous, actionnaires et autres parties prenantes, sur le long-terme⁴⁰.

Pour en revenir à ce qui nous intéresse, une économie durable doit indubitablement pouvoir compter sur une gouvernance d’entreprise qui agit en ce sens. Certaines mesures très concrètes encouragent directement ce changement de perspective. On peut penser par exemple :

- À la publication moins fréquente de comptes, une mesure déjà mise en œuvre en 2013 par l’UE⁴¹ qui a mis un terme à l’obligation de publication de comptes trimestriels ;
- À une rémunération variable différée dans le temps pour les administrateurs exécutifs ; une rémunération qui s’émancipe des résultats à court-terme et se focalise sur des objectifs sur une plus longue période. La directive de 2017 modifiant la directive de 2007 sur les droits des actionnaires exprime d’ailleurs la volonté du législateur européen d’aller en ce sens : « *il est essentiel d’évaluer la rémunération et les performances des dirigeants non seulement sur une base annuelle, mais également sur une période appropriée afin de permettre aux actionnaires, aux investisseurs potentiels et aux parties prenantes d’évaluer correctement si la rémunération récompense des performances à long terme*⁴² (...) » Si, pour beaucoup, la perspective de long terme peut paraître vague, elle l’est beaucoup moins dans ce cas d’espèce où le considérant 38 de la directive nous livre une estimation de ce qu’elle pourrait être : « *L’octroi d’incitations à long terme, en particulier, peut couvrir des périodes pouvant atteindre sept à dix ans et peut être combiné à des périodes de report de plusieurs années*⁴³. » ;
- Aux incitants à l’investissement dans la durée (vote double)⁴⁴ ;
- Etc.

⁴⁰ *Ibid.* p.6

⁴¹ Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d’entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil Texte présentant de l’intérêt pour l’EEE, *J.O.U.E.*, L 182/19

⁴² Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l’engagement à long terme des actionnaires (Texte présentant de l’intérêt pour l’EEE), *J.O.U.E.*, L 132/1, considérant 38

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ D. SCHOENMAKER, Investing for the common good: a sustainable finance framework, p. 10

Tant de mesures qui orientent les objectifs de l'entreprise vers le long-terme plutôt que sur la performance trop hâtive.

L'on peut aussi se positionner du point de vue de l'actionnaire pour donner de la consistance au débat et c'est ce que fait Monsieur Schoenmaker en pointant du doigt le rôle que les investisseurs ont à jouer dans cette transition. Si la finance consiste à collecter et à allouer des capitaux là où ils seraient les plus productifs⁴⁵, une première étape, pour encourager le développement durable au sein des entreprises, consisterait à allouer les ressources différemment. Par exemple, en faisant en sorte que les investisseurs évitent les entreprises aux conséquences désastreuses (tabac, armement, etc.)⁴⁶. Ces entreprises présentent d'ailleurs des risques pour les investisseurs, dans un modèle économique qui valoriserait progressivement le développement durable. L'étape suivante reviendrait logiquement à stimuler l'investissement dans des sociétés qui intègrent des préoccupations sociales et environnementales dans leurs objectifs⁴⁷.

Il va de soi que les actionnaires, au vu des pouvoirs de contrôle dont ils bénéficient dans la gouvernance d'entreprise, ont une grande influence sur les sociétés dans lesquelles ils vont investir⁴⁸. Un actionnariat qui entend valoriser une stratégie axée sur le développement durable et la prise en compte des intérêts des stakeholders peut enjoindre le conseil d'administration à agir en ce sens⁴⁹.

Bien que la *shareholders primacy* puisse amener le conseil d'administration à projeter ses objectifs sur le moyen et long-terme, conformément à la jurisprudence de la cour de Cassation⁵⁰, les incitants au court-termisme sont encore très (trop) nombreux dans notre cadre légal⁵¹.

Si Friedman⁵² a su convaincre, en son temps, que la seule responsabilité d'une entreprise était de servir les intérêts des actionnaires, parce que ceux qui en obtiennent la direction n'étaient rien d'autres que les agents de ces derniers et non pas des garants du bien commun⁵³, il

⁴⁵ *Ibid.* p.8

⁴⁶ *Ibid.* p.9

⁴⁷ *Ibid.* p. 10

⁴⁸ *Ibid.* p. 27

⁴⁹ *Ibid.*

⁵⁰ *Voy. Infra* p. 3

⁵¹ D. SCHOENMAKER, p. 29

⁵² M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, 1970

⁵³ *Ibid.* p.3

n'empêche qu'un changement de perspective ne serait pas déraisonnable à l'heure actuelle. On réalise aujourd'hui pleinement que les problèmes sociaux et environnementaux ne peuvent être réglés uniquement au moyen d'actions gouvernementales et citoyennes. Les sociétés ont évidemment un grand rôle à jouer et leur implication accélérerait grandement la transition vers une économie durable. C'est d'ailleurs la position des Nations Unies sur la question : « *for the goals to be reached (sustainable development goals), everyone needs to do their part : governments, the private sector, civil society* »⁵⁴.

Section 3 – La théorie des stakeholders

L'une des manières de réaliser plus efficacement la transition souhaitée serait d'accorder plus d'importance aux parties prenantes, par le biais du droit (en passant par l'intérêt social ou des règles spécifiques), à travers un changement de comportement des entreprises (une responsabilité sociétale des entreprises accrue) ou par une jonction de ces deux concepts⁵⁵.

La théorie des stakeholders représente certainement l'un des modèles théoriques les plus adaptés à une économie durable, d'où l'intérêt d'en rappeler les fondements.

§1 – Définition de la théorie

1. Motivation de la démarche

Théorisée par Edward Freeman en 1984, la *stakeholder approach* propose une nouvelle méthode de gestion de l'entreprise, plus sensible aux changements de son environnement⁵⁶. Il a l'intention de construire ce nouveau modèle en s'éloignant du schéma classique de la société moderne, trop rigide à son goût, qui se limite à concevoir la société comme un instrument de conversion de ressources (de matières premières en produits)⁵⁷ dont les profits sont reversés aux « propriétaires de l'entreprise » sous la forme de dividendes⁵⁸. Cette conception domine et freine les dirigeants en ce qu'ils ne peuvent pas adapter de manière suffisamment efficace leur

⁵⁴ <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

⁵⁵ H. PETER., G. JACQUEMET, *op. cit.*, p. 171

⁵⁶ E. R. FREEMAN, *op. cit.*, p. 22

⁵⁷ *Ibid.* p. 7

⁵⁸ *Ibid.*

stratégie à un environnement économique changeant⁵⁹. Freeman tente de démontrer que les stakeholders doivent être pris en considération dans la stratégie de l'entreprise car ils affectent directement l'atteinte de ses objectifs et celle-ci ne peut espérer réussir sans s'adapter à leurs positions⁶⁰. L'un des points de départ de la réflexion est de proposer un changement de mentalité et de perspective dans le chef des dirigeants⁶¹.

2. Exposé du concept

La théorie s'attaque directement à la redéfinition de la conception de l'entreprise, pour pouvoir mieux maîtriser l'environnement dans lequel elle évolue. L'entreprise nous est dépeinte comme une institution ouverte, consciente des groupes et individus qu'elle affecte ou qu'elle peut affecter en poursuivant ses objectifs⁶², sachant pertinemment que chacun de ces groupes joue un rôle essentiel dans son succès⁶³. Cette vision de l'entreprise aurait pour principal atout de la faire évoluer en harmonie avec son environnement et – c'est là où l'auteur veut en venir – de l'habiliter à faire face à des « *temps turbulents* »⁶⁴.

Bien évidemment, une idée aussi « innovante » nécessite d'être accompagnée de nombreuses explications quant à la conceptualisation des parties prenantes par exemple qui, pour la plupart, apparaissent comme de nouveaux acteurs de la théorie économique et par rapport à la mise en œuvre que ce nouveau modèle nécessite⁶⁵. Une autre difficulté émerge : celle de la compréhension par les administrateurs de chaque groupe dans ses intérêts, ses préoccupations et ses interactions avec l'entreprise⁶⁶.

Une application correcte de la théorie garantirait le succès à long-terme de l'entreprise⁶⁷, une garantie qui bénéficierait sans aucun doute à toutes les parties prenantes de la société.

⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁰ *Ibid.* p. 23

⁶¹ *Ibid.*, et M. MCCASKEY, *The Executive Challenge*, Marshfield, Pitman Publishing Inc., 1982

⁶² E. R. FREEMAN, *op. cit.*, p. 25

⁶³ *Ibid.*

⁶⁴ *Ibid.*, traduction littérale de l'expression anglaise « *turbulent times* »

⁶⁵ *Ibid.*

⁶⁶ *Ibid.* p.26

⁶⁷ E. R. FREEMAN, et J. MCVEA, "A Stakeholder Approach to Strategic Management" (2001). *Darden Business School Working Paper* No. 01-02. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=263511>, p. 6

Pour revenir au problème de la mise en œuvre de la théorie, il faut introduire des procédés qui permettent d'intégrer l'intérêt des parties prenantes dans les processus décisionnels de l'entreprise⁶⁸. Il convient de prendre en considération les enjeux auxquels chacun des groupes majeurs va être confronté⁶⁹ et « *formuler, mettre en œuvre et contrôler*⁷⁰ » la manière dont la stratégie va influencer les différentes catégories de parties prenantes. Freeman observe que certaines sociétés intègrent déjà des parties prenantes dans leurs processus décisionnels : IBM le fait avec ses clients, Campbell requiert l'avis de ses fournisseurs⁷¹, etc.

La *Stakeholder theory* se fonde sur le fait que les actionnaires d'une entreprise ne sont pas les seuls à supporter les risques liés aux activités d'une entreprise⁷². En effet, les stakeholders sont évidemment directement concernés par ces risques. Pour reprendre un exemple donné par Giulia Neri-Castracane, « *la pollution d'un sol par une entreprise, si elle peut, par le jeu des médias, entraîner une chute de la valeur des actions de l'entreprise, elle impacte surtout la société civile. Les produits cultivés sur ce sol sont contaminés et la population tombe malade. Les secteurs de l'agriculture et de la santé sont touchés et le contribuable doit payer pour les soins*⁷³ ».

Ces coûts ne peuvent être ignorés purement et simplement et ceux qui prônent la théorie des stakeholders préconisent qu'une partie des bénéfices doive revenir aux parties prenantes, dès lors qu'elles supportent un risque⁷⁴.

Dans la pratique, l'intérêt des stakeholders serait désormais davantage pris en compte mais, pour revenir à une difficulté déjà établie par Freeman dans ses travaux, il est nécessaire de parvenir à identifier les parties prenantes. Le meilleur moyen d'y parvenir est généralement de classer les stakeholders en différentes catégories. Classiquement on les distingue selon qu'ils bénéficient d'un droit envers l'entreprise, qu'ils aient un intérêt direct ou indirect dans l'entreprise, qu'ils aient la possibilité de s'exprimer au sein de l'entreprise ou enfin qu'ils

⁶⁸ *Ibid.*

⁶⁹ *Ibid.*

⁷⁰ *Ibid.* traduction littérale du texte

⁷¹ *Ibid.* p. 26 (fin)

⁷² G. NERI-CASTRACANE, Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise, Genève, Schulthess, Collection Genevoise, 2016, p. 45

⁷³ *Ibid.*

⁷⁴ *Ibid.*, p. 45

supportent un risque dans l'entreprise⁷⁵. Ceux qui retiennent majoritairement l'attention des auteurs sont les parties prenantes directes (ayant un intérêt direct dans l'entreprise) comme les employés, les investisseurs, les clients et les fournisseurs, suivis des parties prenantes indirectes comme les pouvoirs publics, les ONG et les médias⁷⁶.

A posteriori, en 2001, Freeman et John McVea eurent l'occasion d'observer comment la théorie a pu affecter la pratique. Ils tirèrent des conclusions, précisèrent les contours de la théorie et mirent en exergue six grandes caractéristiques de la stakeholder approach :

1. La méthode a la prétention de fournir aux dirigeants de l'entreprise une stratégie suffisamment flexible pour qu'elle puisse être utilisée en tout temps, une stratégie unique qui anticipe les changements économiques et dispense les dirigeants de la mettre continuellement à jour après que des problèmes soient survenus⁷⁷.
2. Ensuite, ils jugèrent utile de rappeler que la théorie propose une méthode de gestion de l'entreprise et non pas de planification⁷⁸. Le cœur de cette nouvelle conception ne réside pas dans la prédiction, par la direction, des futurs événements qui vont affecter l'entreprise. Elle réside dans la mise en place d'une nouvelle méthode de direction de l'entreprise qui cherche continuellement à adapter l'entreprise à son environnement et à comprendre comment l'entreprise interagit avec celui-ci⁷⁹.
3. Par ailleurs, il est important d'insister sur l'objectif principal du modèle : faire perdurer et prospérer l'entreprise dans le temps⁸⁰. Et c'est une question de survie pour l'entreprise que de pouvoir compter sur ses parties prenantes dans des temps durs lorsque ses dirigeants prennent des décisions et orientent l'entreprise dans un certain sens⁸¹. Cette interdépendance entre parties prenantes et entreprises fait que la prise en compte des stakeholders est nécessaire pour les dirigeants afin d'atteindre les objectifs de l'organisation : ils sont en effet indispensables au

⁷⁵ *Ibid.* p. 46

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ E. R. FREEMAN et J. MCVEA, p. 11

⁷⁸ *Ibid.*

⁷⁹ *Ibid.*

⁸⁰ *Ibid.* p. 12

⁸¹ *Ibid.*

succès de l'entreprise⁸². En fin de compte, la *stakeholder approach* ne se contente pas de proposer un seul objectif, invariable, aux administrateurs. Elle entend donner les moyens aux administrateurs de concilier en permanence les différents objectifs et ne s'oppose dès lors pas, en tant que telle, à la vision de la primauté actionnariale⁸³. Elle prétend simplement éviter qu'une seule catégorie ne prenne systématiquement le dessus sur les autres.

4. La mise en œuvre de cette approche repose fondamentalement sur le respect de valeurs fortes au sein de la stratégie du management. Il est nécessaire d'identifier dans quelles relations investir pour garantir le succès à long-terme de l'organisation⁸⁴ et la volonté de construire des relations axées sur la durée doit être présente de part et d'autre de la relation. Cela nécessite une base de valeurs communes entre les parties prenantes⁸⁵. Selon l'article, au vu de la sphère économique de plus en plus turbulente et des entreprises et parties prenantes de plus en plus interconnectées, la théorie des stakeholders a, plus que jamais, des enseignements à prodiguer en termes de valeurs et de création de valeur⁸⁶.

5. La théorie ne se contente pas de son caractère descriptif (elle ne se contente pas de constater qu'il existe des parties prenantes et que leur intégration dans la stratégie favoriserait le succès de l'entreprise⁸⁷). En plus d'analyser différents faits sur base d'un apport interdisciplinaire (puisqu'elle concerne autant l'économie que la morale et la politique), elle vise à suggérer une méthode de direction concrète qui ne se satisfait pas d'une prise en compte statique des relations avec les parties prenantes mais de relations dynamiques où l'entreprise va jusqu'à créer et influencer ces relations⁸⁸ (une approche généralement qualifiée de normative⁸⁹).

6. Enfin, la *stakeholder approach* requiert que les dirigeants de l'entreprise s'intéressent très concrètement aux intérêts des parties prenantes⁹⁰. Une approche globale, trop superflue n'a pas d'intérêt. Il faut identifier qui sont réellement les parties prenantes de l'entreprise et ce qu'elles attendent de cette dernière. L'exposé ne manque pas d'exemples : *"It matters less that*

⁸² *Ibid.*

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ *Ibid.*

⁸⁵ *Ibid.*

⁸⁶ *Ibid.* p. 14

⁸⁷ *Ibid.* p. 16

⁸⁸ *Ibid.*

⁸⁹ S. ROUSSEAU, « La Stakeholder Theory : émergence et réception dans la gouvernance d'entreprise en Amérique du Nord » in *L'entreprise dans la société du 21^{ème} siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 117

⁹⁰ E. R. FREEMAN, et J. MCVEA, *op. cit.*

management understands the reaction of “customers-in-general” to a price rise. It matters much more that they understand how our actual customers react, bearing in mind the priority they were given during last winter’s snowstorm, bearing in mind that they have ‘tuned’ their machinery to our product’s specification and bearing in mind the industry annual trade show is next month. It matters less that management understands that “shareholders-in-general” expect steady dividend growth. It matters more that we understand that our shareholders expect us to increase internal investment as fast as possible because they invested expecting us to be “first to market” with the next generation product.⁹¹”

Pour conclure, il ne faut pas penser que cette façon de faire bénéficiera constamment à tous. La mise en place réaliste de ce type de système de gouvernance permettra aux parties prenantes d’être entendues, incluses et comprises par la société mais il n’est pas question de systématiquement chercher à faire converger tous les intérêts et en faire découler un compromis parfait⁹². Il est question de parvenir à orienter les intérêts de tous vers le long-terme et à répartir les pertes et les bénéfices correctement en conséquence⁹³.

§2 – Définition des stakeholders

1. L’approche libérale

Cette approche est celle prônée par Freeman selon laquelle les stakeholders seraient tous les groupes et individus qui peuvent affecter ou être affectés par la réalisation des objectifs de l’entreprise⁹⁴. Selon cette approche normative, la conception même de l’entreprise devrait être revue puisque « *la finalité de l’organisation serait de gérer les intérêts, et les besoins de toutes les parties prenantes*⁹⁵ ». Il va sans dire que la portée de cette conception de la théorie des stakeholders est considérable et que cette approche engendre beaucoup de scepticisme.

⁹¹ *Ibid.*

⁹² *Ibid.* p. 15

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ E. R. FREEMAN, *op. cit.* p. 25

⁹⁵ S. ROUSSEAU, « La Stakeholder Theory : émergence et réception dans la gouvernance d’entreprise en Amérique du Nord » in *L’entreprise dans la société du 21^{ème} siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 118

2. L'approche restrictive

Cette approche semble plus réaliste puisqu'elle facilite la désignation des parties prenantes. Or, la définition des parties prenantes d'une société est généralement présentée comme une des difficultés majeures⁹⁶ qui obstrue la mise en œuvre de la théorie des stakeholders.

Clarkson définit les parties prenantes comme les: « *persons or groups that have, or claim, ownership, rights, or interests in a corporation and its activities, past, present, or future. Such claimed rights or interests are the result of transactions with, or actions taken by, the corporation, and may be legal or moral, individual or collective*⁹⁷ ».

Immédiatement après, il restreint l'approche ouverte de Freeman en expliquant qu'il scinde les stakeholders en deux sous-ensembles : les *primary stakeholders* et les *secondary stakeholders*. L'approche restrictive implique que la gouvernance d'entreprise se focalise sur la première catégorie, constituée des parties prenantes indispensables à la survie de l'entreprise. L'entreprise en elle-même serait définie comme un système des catégories de *primary stakeholders*, un ensemble complexe de relations entre des groupes d'intérêts aux différents droits, objectifs, attentes et responsabilités⁹⁸. La tâche des dirigeants de l'entreprise consiste à satisfaire les intérêts de ces parties prenantes primaires faute de quoi l'entreprise court à sa perte⁹⁹.

Les stakeholders secondaires sont ceux qui ont été définis dans l'approche libérale (ceux qui influencent, affectent ou sont influencés ou affectés par l'entreprise, voy. *supra*) et ne sont pas essentiels à la survie de l'entreprise¹⁰⁰. Dans la conception restrictive, ils ne bénéficient pas d'une considération particulière¹⁰¹ au-delà de ce que prévoit le cadre juridique.

Margaret Blair, dans sa théorie de la « team production », tient des propos proches de cette vision : faute de pouvoir régler anticipativement, par convention avec les stakeholders, toutes les situations possibles qui surgiraient lors de leurs collaborations, l'entreprise devrait pouvoir compter sur un droit des sociétés qui comblerait cette lacune. Blair considère que la fonction

⁹⁶ Voy. *infra* p. 22

⁹⁷ M. B. E. Clarkson, "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", *ACAD. MGMT REV.*, 20, 1995, p. 106

⁹⁸ *Ibid.* p. 107, traduction littérale

⁹⁹ *Ibid.*

¹⁰⁰ *Ibid.* ; S. ROUSSEAU, *op.cit.* p. 119

¹⁰¹ S. ROUSSEAU, *op. cit.* p. 119

des administrateurs est d'encourager les parties prenantes à « *réaliser les divers investissements spécifiques à la firme qui permettront de maintenir l'équipe/ la personne morale en activité*¹⁰² ». Sans ces investissements, la firme ne peut prospérer mais les parties prenantes doivent être certaines de pouvoir faire valoir leurs intérêts en tout temps. Ces stakeholders rentrent dans la première catégorie établie par Clarkson. Leurs investissements dans du capital humain ou physique déterminant pour la vie de l'entreprise¹⁰³, et représentant un risque conséquent dans leurs chefs, les lient aux décisions des administrateurs.

Section 4 – Critiques majeures de la théorie des stakeholders

§1 Difficulté d'application

La plus grande critique émise à l'encontre de la théorie des stakeholders est sa difficulté d'application au sein des processus décisionnels de l'entreprise. Les adeptes de la *shareholder primacy* font d'ailleurs de cette caractéristique un des piliers de leur argumentaire pour faire primer leur vision, ainsi que nous le verrons plus loin dans cette étude¹⁰⁴.

« *The problem with the traditional stakeholder model of the firm is that it is difficult, if not impossible, to ensure that corporations fulfil these wider objectives. Blair (1995) states the arguments against this point of view: "The idea (...) failed to give clear guidance to help managers and directors set priorities and decide among competing socially beneficial uses of corporate resources and provided no obvious enforcement mechanisms to ensure that corporations live up to their social obligations (...)"*¹⁰⁵.

Malgré cela, beaucoup d'efforts sont consentis par la doctrine pour apporter une réponse appropriée à cette lacune. Par conséquent, les propositions ne manquent pas.

¹⁰² D. SCIULLI, *Corporate Power in Civil Society – An application of Societal Constitutionalism*, New York/London, New York University Press, 2001, p. 300 cité dans I. CORBISIER, *La société : contrat ou institution ? Droits étasunien, français, belge, néerlandais, allemand et luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 79

¹⁰³ M. M. BLAIR, *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington DC, The Brookings Institution, 1995, p. 326

¹⁰⁴ *Voy. infra* section 5, pp 21-28

¹⁰⁵ M. MAHER, T. ANDERSSON, *op. cit.*, p. 9

En droit anglo-saxon, la créativité des dirigeants est relativement débridée et ces derniers disposent d'une grande latitude vu la tendance de leur tradition juridique à établir des règles de gouvernance moins contraignantes qu'en droit continental européen en effet, la *corporate governance* serait perçue comme une affaire privée relevant de la sphère financière¹⁰⁶. Pour cette raison, nous verrons que les administrateurs nord-américains ont, par exemple, la possibilité et même tout intérêt à tenir compte de l'intérêt de certaines parties prenantes « *particulièrement affectées* ¹⁰⁷ » par une décision afin d'éviter de déroger à leur obligation de renseignement à l'égard de la société, découlant du devoir de prudence et de diligence¹⁰⁸. Leur marge de manœuvre pour intégrer la théorie des stakeholders au sein de leur organisation est conséquente et la jurisprudence comme la doctrine fournissent suffisamment de matière pour leur permettre de mener à bien une politique de ce genre. *A contrario*, la grande liberté dont ils jouissent et la protection conférée par la *business judgment rule* peut aussi les amener à s'écarter de l'adoption d'un comportement plus responsable à l'égard des parties prenantes. Toutefois, à nouveau, les décisions rendues « *dans l'intérêt de la société*¹⁰⁹ » doivent avoir suivi un processus raisonnablement prudent et diligent qui pourrait exiger que les administrateurs prennent en compte d'autres intérêts pertinents dans l'appréciation celui de la société.

Ensuite, les processus décisionnels ou la mise en place de stratégies responsables ou plus sensibles à l'environnement de la société existent déjà en pratique et sont donc loin d'être révolutionnaires (représentation des employés dans le conseil d'administration, quotas féminins, comités RSE¹¹⁰, assemblée des obligataires, sans parler des processus volontaires de consultation des consommateurs, des fournisseurs¹¹¹...). On entend très souvent que la protection des parties prenantes à l'encontre des externalités négatives de la société est

¹⁰⁶ P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Second Edition, Oxford, Oxford University Press, 2010 pp.195-197: "Unlike many, perhaps most other comparable systems of corporate law, British company law says virtually nothing about the structure or composition of the board. When the modern corporate debate was launched in the UK in the early 1990s, that occurred through a business initiative, albeit with governmental support, rather than within the civil service".

I. CORBISIER, *op.cit.*, p. 283 : Isabelle Corbisier se basant sur les travaux d'Alexia Autenne (*Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié*, Bruxelles, Bruylant, 2005, p. 232) estime que dans la tradition étasunienne, la *corporate governance* se résume à la *corporate finance*.

¹⁰⁷ B. REITER, *Directors Duties in Canada*, 4e éd., Toronto, CCH, 2009, p. 652

¹⁰⁸ *Voy. Infra* pp 33-34

¹⁰⁹ *Voy. Infra*. Arrêt BCE

¹¹⁰ G. NERI-CASTRACANE, *Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise*,

¹¹¹ *Voy. Supra* p. 12

suffisamment prise en charge par le droit social, le droit environnemental, le droit de l'insolvabilité et le droit de la consommation¹¹² (cette observation est particulièrement vraie en droit continental européen). Par ailleurs, la fonction principale du droit des sociétés consistant à encadrer leur organisation, il serait normal que ces règles de protection restent en dehors du champ du droit des sociétés¹¹³. Néanmoins, à côté de la focalisation classique du droit sur les actionnaires et les dirigeants, le droit continental européen des sociétés s'est traditionnellement employé à protéger un groupe particulier de parties prenantes : celui des créanciers¹¹⁴ (même si, selon certains, cette protection des créanciers semble s'estomper avec la dernière réforme du droit des sociétés¹¹⁵).

Par ailleurs, il existe des points de convergences entre l'organisation de la société et la protection des parties prenantes. Paul Davies rappelle les fondements de l'analyse économique du droit et s'interroge sur l'utilité du droit comme facilitateur et stimulateur de l'économie¹¹⁶. La question vaut la peine d'être posée tant elle est centrale en droit des sociétés : le droit des sociétés en l'état, améliore-t-il le fonctionnement de l'économie ? Le but de ce travail ne consiste évidemment pas à exposer les différentes problématiques qui ont façonné le droit des sociétés mais de tenter de démontrer la plus-value économique et juridique que pourrait apporter l'accroissement de l'intérêt des administrateurs pour la théorie des stakeholders. En l'espèce, nous verrons que le modèle des stakeholders pourrait représenter une alternative crédible pour les dirigeants d'une entreprise en qu'il améliorerait la condition de l'entreprise, son fonctionnement, son intégrité, sa résistance aux aléas conjoncturels et sa longévité¹¹⁷ tout en protégeant davantage l'environnement de la société ainsi que ses parties prenantes. Cette protection incidente n'aurait pas pour cause, à l'instar de la réglementation sociale et environnementale, la promotion de règles philanthropes mais bien la considération d'un modèle économique plus durable et plus solide qui valorise l'interdépendance entre la société et ses parties prenantes.

¹¹² D. BRULOOT, H. DE WULF, K. MARESCEAU, "Hervorming vennootschapsrecht. Overzicht en evaluatie", *N.J.W.* 2018, p. 425

¹¹³ *Ibid.*

¹¹⁴ *Ibid.*

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ P. Davies, *op.cit.*, pp. 1-8 et 28-30

¹¹⁷ E. R. FREEMAN, *op.cit.*, voy. *infra*

Dans les faits, si les sociétés qui s'engagent dans une telle dynamique semblent être quelque peu frileuses, elles sont néanmoins nombreuses. En termes plus généraux, les entreprises qui se sensibilisent à d'autres préoccupations que celles des actionnaires sont de plus en plus nombreuses et se réfugient derrière la critique de la complexité et de l'inefficacité à l'heure où les entreprises tentent d'agir serait malvenu. De fait, s'il n'existe pas encore de modèle standard de gouvernance bien défini qui intégrerait les intérêts des stakeholders dans l'administration de la société, beaucoup d'entreprises fournissent des efforts pour tenter d'agir responsablement à l'encontre des parties prenantes. Il suffit d'observer les chiffres et les rapports optimistes qui illustrent le phénomène : en 2012 déjà, La Libre Belgique s'intéressait au phénomène de la durabilité et de la RSE¹¹⁸ et constatait que « 82,5 % des grandes entreprises, 62,5 % des PME et 44 % des très petites entreprises disposent d'une personne ou d'un service en charge de la RSE. [...] Ce qui tend à démontrer que la RSE est réellement ancrée dans les entreprises ¹¹⁹ ». Bien plus récemment, Trendhuis et BNP Paribas Fortis publiaient ensemble le rapport CSR Monitor 2018, qui analyse de près la mise en œuvre de mesures favorables au développement durable au sein des entreprises¹²⁰. Selon ce rapport, 68% des entreprises belges estiment que *la RSE est essentielle pour subsister dans un environnement en évolution constante*. Leurs intentions rejoignent donc ce que postule la théorie des stakeholders.

En revanche, qu'en est-il de la concrétisation de cette volonté ? Seule une entreprise sur trois agit concrètement dans le sens du développement durable¹²¹. Les principaux freins à la mise en œuvre d'une telle stratégie sont principalement la non-sensibilité des concurrents à cette tendance, l'investissement que la RSE représente, le manque de connaissance en la matière et enfin le temps nécessaire à sa mise en œuvre¹²². En ce qui concerne la manière dont la RSE doit être mise en œuvre, les entreprises considèrent majoritairement qu'il s'agit simplement de la concrétisation de valeurs de l'entreprise, que le développement durable doit être intégré dans la vision de l'entreprise¹²³. En deuxième position, les sociétés voient le développement durable comme une composante de la stratégie de l'entreprise¹²⁴. Sur ce point, le parallèle avec la

¹¹⁸ La durabilité a un visage et un nom, La Libre Belgique, 28 janvier 2012, disponible à l'adresse : http://actualite-economique.lalibre.be/_libre-entreprise/lenovo-pme-petites-entreprises-secteur-d-activite.html

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ Rapport CSR Monitor 2018, disponible à l'adresse : <https://fr.csrmonitor.be/>

¹²¹ *Ibid.* p. 10

¹²² *Ibid.*

¹²³ *Ibid.* p. 9

¹²⁴ *Ibid.*

théorie des stakeholders s'opère spontanément. Enfin, une partie des sociétés perçoit encore le développement durable comme faisant simplement partie de la communication de l'entreprise¹²⁵.

§2 Coûts de mise en œuvre

Les détracteurs de la théorie des stakeholders évoquent souvent les coûts que représentent l'adoption d'une stratégie d'entreprise plus responsable. Non seulement parce que cela engendrerait des coûts d'agence¹²⁶ étant donné que les dirigeants prendraient des mesures qui ne profiteraient pas aux actionnaires, mais aussi parce qu'ils gaspilleraient du temps, des ressources¹²⁷ et se fixeraient des objectifs non-pertinents qui les éloigneraient de leur objectif de maximisation de la *shareholder value*¹²⁸. De plus, un dernier point revient de manière récurrente lorsqu'il s'agit d'investir dans le modèle des stakeholders : celui de la nécessité pour les parties prenantes et la société d'investir dans des actifs spécifiques¹²⁹ (garants d'une relation de long terme mais soumis à des problèmes d'opportunisme sur lesquels nous reviendront plus tard), générant des risques plus élevés pour la totalité des parties prenantes¹³⁰. Ces actifs sont définis par Williamson de la manière suivante : "*investments in which the full productive values are realized only in the context of an on-going relation between the original parties to a transaction. (...) They cannot be transferred to alternative uses or users without loss of productive value*¹³¹". Pour résumer, ils ne produiront de la valeur que dans des usages limités et freinent les parties prenantes dans leur désir d'investir et de s'investir dans leur relation avec la société.

¹²⁵ *Ibid.*

¹²⁶ A. FERELL, H. LIANG and L. RENNEBOOG, Socially Responsible Firms (August 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 432/2014. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2464561>, p.1

¹²⁷ *Ibid.* abstract

¹²⁸ *Ibid.* p. 2

¹²⁹ *Voy. Infra* p. 24

¹³⁰ *Voy. Infra.* pp. 23 et 27

¹³¹ O. WILLIAMSON, "Assessing contracts", *Journal of Law, Economics & Organization*, 1985, p. 182

Ces différents coûts sont mis en exergue et très justement critiqués. Toutefois, ces critiques ne sont pas laissées sans réponse.

Concernant les coûts d'agence et la diminution de la valeur actionnariale, une autre logique existe : une étude menée par Krüger établit que la CSR influence manifestement la *shareholder value*. Dans un premier temps, il démontre qu'une société irresponsable en matière environnementale et sociale essuie un coût substantiel lié aux réactions des marchés et diminue par conséquent sa valeur actionnariale¹³². L'impact négatif est le plus notoire et le point essentiel pour une entreprise qui veut protéger ses actionnaires est d'éviter à tout prix de ne pas prendre en compte ses parties prenantes¹³³. Au contraire, l'adoption d'un comportement responsable à l'égard de ses parties prenantes produit moins d'effets. *A priori*, après la publication de nouvelles sur l'adoption d'une politique socialement responsable, les marchés réagissent légèrement à la baisse¹³⁴. Cependant, dans certains cas de figure les investisseurs accueillent la nouvelle plus favorablement : lorsque la société qui adopte une stratégie plus responsable connaît peu de problèmes d'agence¹³⁵ (généralement les sociétés qui appliquent correctement les principes de bonne gouvernance) et lorsque la nouvelle stratégie est la conséquence de la volonté des administrateurs de répondre à de récents manquements à la responsabilité sociétale de l'entreprise¹³⁶. Plutôt que d'occasionner des coûts, la mise en œuvre de mesures durables aurait pour effet d'éviter des coûts supplémentaires, nuisibles pour les actionnaires.

Ferrell, Liang et Renneboog considèrent qu'une société favorisant une stratégie plus responsable, où les règles de gouvernance et de transparence sont appliquées, verrait même ses coûts d'agence diminuer¹³⁷. Une société qui se conforme à la RSE dispose, en effet, de liquidités plus limitées (en raison des investissements requis), un facteur qui pousserait les dirigeants à être plus efficaces selon la théorie de l'agence puisque les dépenses seraient plus mesurées¹³⁸. L'amélioration de la qualité des décisions des dirigeants grâce à la diminution des coûts

¹³² P. KRÜGER. "Corporate Goodness and Shareholder Wealth", *The Journal of Finance Economics*, 2015, vol. 115, n° issue 2, pp. 304-329. <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:85431>, p. 40

¹³³ *Ibid.*

¹³⁴ *Ibid.* p. 41

¹³⁵ *Ibid.*

¹³⁶ *Ibid.*

¹³⁷ A. FERRELL, H. LIANG AND L. RENNEBOOG, *op.cit.* p. 5

¹³⁸ P. Krüger, p. 6

d'agence, amènerait les actionnaires à constater, à terme, une augmentation des dividendes distribués¹³⁹.

Enfin, on remarque progressivement un changement de mentalité à l'égard des dépenses liées à la RSE. En Belgique, 75% des entreprises considèrent désormais la RSE comme un investissement rentable¹⁴⁰. En effet, il n'est plus fondé d'opposer ces dépenses à l'intérêt des actionnaires puisque l'on constate qu'une stratégie responsable bénéficie directement à la catégorie des actionnaires¹⁴¹ en termes de protection de leurs droits,

Pour répondre au problème de l'investissement dans des actifs spécifiques, la seule esquisse de réponse à cet écueil est celle déjà prônée par Freeman et réactualisée par Blair : la construction de relations solides basées sur la confiance, des valeurs communes et la volonté de coopérer dans le long-terme.

§3 La difficulté d'identification des parties prenantes

Une dernière critique récurrente majeure que nous analyserons (loin d'être la dernière préoccupation divisant le monde académique) réside dans la difficulté, pour les administrateurs, d'identifier les parties prenantes qu'il serait le plus judicieux de prendre en compte. S'il existe des méthodes d'identification prévues par la doctrine, des articles en tout genre, ou même dans les normes ISO 26000, la question n'est pas simple.

Une proposition simplifie la démarche : celle de s'en tenir à une liste limitée de stakeholders. C'est ce que prévoit l'approche restrictive de la conceptualisation de *stakeholder*¹⁴². Cette approche présente l'avantage d'une plus grande simplicité de mise en œuvre pour les dirigeants en focalisant l'attention de la société sur les parties prenantes qui prennent le plus de risques, à savoir celles qui investissent dans des actifs spécifiques¹⁴³.

Nous pouvons déjà avancer l'idée qu'un marché financier qui promeut l'investissement responsable (produits ISR), soutenu par un législateur qui adopte des mesures en ce sens

¹³⁹ *Ibid.* p.6

¹⁴⁰ Rapport CSR Monitor 2018, p. 5

¹⁴¹ *Voy. Infra* pp. 23-25

¹⁴² *Voy. Supra* p. 16

¹⁴³ M. BLAIR, *op.cit.* p. 326

(publication de l'information non-financière¹⁴⁴, rapports moins réguliers mais plus pertinents...) prendrait en charge la protection des parties prenantes « délaissées » par le modèle restrictif (les stakeholders secondaires¹⁴⁵) en incitant les sociétés à adopter des mesures environnementales et sociales respectueuses de celles-ci. Dès lors, ce problème d'identification perdrait de son importance puisqu'il ne serait plus nécessaire d'intégrer directement toutes les parties prenantes dans la stratégie de la société pour garantir leur bon traitement.

¹⁴⁴ Au sujet de l'information financière et de ses bénéficières voir T. BONNEAU, « Chapitre III - Le développement durable » in Régulation bancaire et financière européenne et internationale, Bruxelles, Bruylant, 2018, p. 839-861 : *Étant observé que les autorités publiques peuvent elles-mêmes vouloir influencer les investisseurs, les orienter dans leurs choix d'investissement, dès lors que ces autorités pensent que le développement de la société doit intégrer des considérations environnementales et sociales.* La Directive RSE (2014/95/UE) du 22 octobre 2014 (consid. n° 3) le montre clairement lorsque, dans l'un de ses considérants, il est indiqué que la communication d'informations non financières est « essentielle pour mener à bien la transition vers une économie mondiale durable, en associant la rentabilité à long terme à la justice sociale et à la protection de l'environnement. Dans ce contexte, la communication d'informations non financières contribue à l'évaluation, au suivi et à la gestion des performances des entreprises et de leurs incidences sur la société

¹⁴⁵ Voy. *Infra* p. 16-17

Chapitre 2 – Quels intérêts en jeu pour les sociétés quant à la prise en considération des stakeholders dans la gouvernance d'entreprise ?

Section 1 – Le développement durable et la perspective de long-terme

§1 Définition et portée du concept

Lorsque l'on évoque l'idée du développement durable, on ne peut ignorer le rôle essentiel de l'Organisation des Nations Unies. Cette institution s'inscrit en véritable gardienne du développement global sur les plans économique, social, culturel et politique et qui, depuis un certain temps cherche à promouvoir le caractère durable de ce développement¹⁴⁶. Le rapport de la Commission mondiale pour l'environnement et le développement du 4 août 1987 ou rapport Brundtland, intitulé « Notre avenir à tous », laisse apparaître la notion de développement durable. Elle est définie comme « *un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations à venir de satisfaire les leurs*¹⁴⁷ ». Plus loin, la Commission précise sa pensée dans des termes très parlants : « *le développement durable n'est pas un état d'homéostasie. Mais plutôt un processus de changement dans lequel l'exploitation des ressources, le choix des investissements et l'orientation des institutions sont déterminés en fonction des besoins tant actuels qu'à venir. Nous ne prétendons certainement pas qu'il s'agit là d'un processus simple. En effet, des choix douloureux s'imposent. En dernière instance, le développement durable est bien affaire de volonté politique*¹⁴⁸ ».

Le mot durable vient du latin *durabilis* et signifie « qui présente les conditions requises pour durer longtemps, qui est susceptible de durer longtemps » (définition du trésor de la langue française, TLF) ¹⁴⁹.

Selon René de Quenaudon, le développement durable, prend son sens actuel lors de la Conférence de Rio de Janeiro des Nations Unies sur l'environnement et le développement, qui

¹⁴⁶ R. DE QUENAUDON, *Droit de la responsabilité sociétale des organisations*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 65

¹⁴⁷ Commission mondiale pour l'environnement et le développement, *Notre avenir à tous*, 1987 p. 26

¹⁴⁸ *Ibid.* p. 27

¹⁴⁹ R. DE QUENAUDON, *op. cit.*, p. 69

se déroule entre le 3 et le 14 juin 1992¹⁵⁰. À la suite de cette conférence, le développement durable est conceptualisé comme *le résultat de la confluence de trois facteurs* ou piliers du développement durable¹⁵¹ : la protection de l'environnement, le développement social et la croissance économique.

Au niveau de sa mise en œuvre, le développement est un idéal à atteindre, un processus concerté d'amélioration que se donne la société dans son ensemble¹⁵², initié à l'échelle globale et puis entraînant des *inflexions* au niveau multilatéral, national et territorial¹⁵³. L'Union européenne a intégré la notion dans ses Traités. Au niveau national, notre Constitution a consacré un droit au développement durable dans son article 7bis qui reproduit cette exigence d'action à différents échelons du pouvoir, rappelle les trois piliers du développement durable et insiste sur *la solidarité entre les générations*.

La portée exacte de cette disposition n'est, à première vue, pas véritablement définie puisqu'il ne s'agit pas d'une norme réellement contraignante. Cependant, Charles-Hubert Born précise bien que le développement durable n'en a pas moins valeur constitutionnelle et qu'un tel objectif de politique générale inscrit dans la Constitution a tout de même pour vocation de *fixer les grandes finalités de l'action des pouvoirs publics*¹⁵⁴. Plus loin, citant Marc Verdussen¹⁵⁵ : « *il est de l'essence de la Constitution d'être le lieu d'une représentation politique des valeurs fondamentales de la société* » l'on mesure l'engagement d'une telle volonté politique d'élever le développement durable au rang de norme constitutionnelle ; il s'agit de démontrer que l'Etat érige cet objectif en une finalité d'intérêt général¹⁵⁶.

§2 Incidence sur le droit des sociétés

L'articulation entre ce droit fondamental, originaire de discussions relevant du champ du droit international public (et du droit public dans un second temps), et le droit des sociétés n'est pas

¹⁵⁰ *Ibid.* p. 85

¹⁵¹ H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 176

¹⁵² R. DE QUENAUDON, *op. cit.*, p. 85

¹⁵³ Stratégie nationale de transition écologique vers un développement durable 2015-2020, <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/SNTEDD%20-%20La%20strat%C3%A9gie.pdf>

¹⁵⁴ C.-H. BORN, « Le développement durable : un "objectif de politique générale" à valeur constitutionnelle », *R.B.D.C.*, 2007/3, p. 202.

¹⁵⁵ M. VERDUSSEN, « Introduction », in M. Verdussen (dir.), *La Constitution belge. Lignes et entrelignes*, Bruxelles, Le Cri, 2004, p. 12

¹⁵⁶ C.-H. BORN, *op.cit.* p. 203

évident à établir. En effet, si le développement durable semble désormais être un objectif incontournable, une valeur indissociable de toute démocratie qui se respecte, son interaction avec le droit des sociétés semble limitée. René de Quenaudon observe que la notion apparaît abondamment dans la législation contemporaine sans que sa portée, sa fonction ou sa définition ne fassent l'unanimité. Chantal Cans, citée par de Quenaudon évoque une notion hétérogène, arguant ensuite que « *sa place à l'article 1^{er} des textes, renforce notablement son caractère proclamatoire*¹⁵⁷ ». Tantôt responsabilité collective, tantôt principe ou objectif, il est difficile d'en saisir la substance juridique. La controverse est bien entendue virulente. Une suggestion pourrait toutefois offrir une piste de réflexion : la présence du développement durable dans un système juridique pourrait être un indicateur de changement et attirer l'attention sur le fait que des ajustements conceptuels sont nécessaires et que certains postulats ne sont plus adaptés à une conjoncture plus exigeante¹⁵⁸.

Si la mise en œuvre d'une notion vague et dépourvue d'un vrai pouvoir normatif¹⁵⁹ dans le droit des sociétés peut poser problème, la meilleure réponse jusqu'à maintenant a été celle de l'intégration volontaire du développement durable dans la stratégie des sociétés. Ce phénomène s'est illustré à travers deux notions interdisciplinaires voisines qui intéressent inéluctablement les juristes : la RSE et la théorie des stakeholders. La RSE comme la théorie des stakeholders sont dépeintes comme des stratégies d'entreprise. Leur principale distinction réside dans leur portée normative puisque la RSE est une démarche volontaire, limitée à certains égards par le droit (par exemple l'intérêt des actionnaires lorsque le droit l'assimile à l'intérêt social), alors que la théorie des stakeholders se propose de redéfinir l'entreprise et l'intérêt de l'entreprise et requiert la révision de certains concepts du droit. Dans les faits, la mise en œuvre correcte de ces deux concepts dans la stratégie et la gouvernance de l'entreprise devrait produire des effets similaires : rendre la société plus perméable aux intérêts de l'environnement dans laquelle elle est implantée.

Cela étant dit, il reste à savoir pour quelles raisons les entreprises devraient promouvoir le développement durable. La réponse à cette question est à trouver dans une réflexion globale et très actuelle sur le rôle que les entreprises ont à jouer dans la transition vers une économie plus

¹⁵⁷ R. DE QUENAUDON, *op. cit.*, p. 104

¹⁵⁸ *Ibid.* p. 105

¹⁵⁹ *Ibid.* pp. 104-105

durable. On constate que les entreprises ont un impact grandissant sur la société civile¹⁶⁰. Certaines sociétés internationales à la taille gigantesque disposent d'une influence et de moyens égaux ou supérieurs à certains États et d'un pouvoir « *analogue* » à ceux-ci, « *sans pour autant bénéficier de la légitimité démocratique de ces derniers* »¹⁶¹. L'accroissement de leur responsabilité sociétale serait donc une conséquence normale de l'accroissement de leur pouvoir sur la société civile¹⁶² et viendrait combler leur déficit de légitimité¹⁶³. Alors que tous les pouvoirs et les organisations admettent l'importance du développement durable et s'engagent tant bien que mal en ce sens, il serait contre-productif que les entreprises ne s'intègrent pas dans la dynamique alors qu'elles connaissent dans leurs rangs certains des acteurs les plus influents et les plus importants au monde. Le Code des sociétés l'exprime d'ailleurs dans son article 4/1, 1° : les sociétés cotées sont des entités d'intérêt public.

Au-delà de cette volonté de démocratiser les sociétés, les auteurs invoquent souvent des raisons morales, éthiques¹⁶⁴. La doctrine de l'entreprise justifie la prise en compte des parties prenantes par une acception plus humaniste de l'organisation¹⁶⁵. Ces affirmations ne prêtent pas vraiment à discussion mais n'ont pas une forte valeur argumentaire.

Une autre cause de responsabilisation de la société repose sur le fait que celle-ci doit son existence à la société civile. L'État lui confère tous les outils nécessaires à sa création, son développement, son fonctionnement et il ne s'agirait que d'un juste retour des choses que d'attendre d'elle qu'elle *participe au développement économique et social des communautés dans lesquelles elle s'insère*¹⁶⁶. Pour ce faire, il convient d'engager un dialogue et de collaborer avec certaines parties prenantes¹⁶⁷.

Toutefois, récemment, le législateur a franchi un cap qui mérite d'être remarqué : l'adoption de la loi du 3 septembre 2017 obligeant les entités d'intérêt public (sociétés cotées, établissements de crédit, entreprises d'assurances et organismes de liquidation¹⁶⁸) qui comprennent au moins

¹⁶⁰ G. NERI-CASTRACANE, *op.cit* p.95

¹⁶¹ *Ibid.* et H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 177

¹⁶² H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 177

¹⁶³ G. NERI-CASTRACANE, *op.cit* p.95

¹⁶⁴ H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 177

¹⁶⁵ C. CHAMPAUD, « Fondements, permanence et avenir de la doctrine de l'entreprise » *in* L'entreprise dans la société du 21^{ème} siècle, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 200

¹⁶⁶ H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 177

¹⁶⁷ *Ibid.*

¹⁶⁸ Art. 4/1, 1° du Code des sociétés

500 salariés à exposer, dans le rapport de gestion annuel : *la situation de la société et les incidences de ses activités, relatives au moins aux questions sociales, environnementales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruptions*¹⁶⁹. Les sociétés devront rendre compte de leur politique à l'égard de ces questions et communiquer les résultats de ces politiques. Cette loi entend promouvoir le développement durable sans imposer de règles « dures »¹⁷⁰. Jean-Marc Gollier estime que les années à venir seront certainement *cacophoniques* en la matière mais que le passage par l'expérimentation et le tâtonnement est obligé pour mener à bien la transition économique/écologique¹⁷¹.

Notons que la naissance de ce cadre réglementaire financier concernant l'information non-financière s'inscrit dans un cadre européen. La Commission européenne a indubitablement pris position sur le sujet et entend bien adopter des mesures en matière de gouvernance pour promouvoir l'engagement à long terme de la part des actionnaires d'une part¹⁷² et la communication d'informations non financières d'autre part, « *essentielle pour mener à bien la transition vers une économie mondiale durable, en associant la rentabilité à long terme à la justice sociale et à la protection de l'environnement* »¹⁷³.

Nous concluons en ordonnant de manière synthétique les idées exprimées dans cette section : si le débat sur le développement durable émane, en premier lieu, de discussions intergouvernementales, il s'invite nécessairement dans le milieu des sociétés devenues, pour certaines, des pôles incontournables du pouvoir. Leur impact sur l'environnement (social et écologique) étant considérable, il est clair qu'elles ont un rôle immense à jouer dans la mise en œuvre d'une économie durable qui bénéficie à l'ensemble de la société. Pour concrétiser pleinement cet objectif, on ne peut compter que sur une gouvernance d'entreprise qui met à disposition des administrateurs les outils et moyens nécessaires¹⁷⁴. En d'autres mots, il est impératif que les administrateurs ne soient pas limités dans leurs mouvements par un intérêt

¹⁶⁹ Art. 96

¹⁷⁰ J. GOLLIER, « Publication d'informations non financières. Commentaire de la loi du 3 septembre 2017 », *J.T.*, 2018/11, p. 241

¹⁷¹ *Ibid.* p. 250

¹⁷² Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *J.O.U.E.*, L 132/1, considérant 3

¹⁷³ Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.U.E* L 330/1, considérant 3

¹⁷⁴ *Ibid.* p. 177-178

social restreint à une seule catégorie de parties prenantes. En l'état du droit belge actuel, les administrateurs peuvent adopter des mesures responsables à l'égard des parties prenantes que pour autant qu'elles servent l'intérêt des actionnaires¹⁷⁵. C'est une manière de renforcer leur position certes, mais insuffisamment. Faute de ne pas vouloir concéder, pour le moment, cet objectif unique de la maximisation actionnariale, le(s) législateur(s) a/ont su amorcer, doucement mais sûrement, la synergie du développement durable et du droit des sociétés.

§3 La promotion du long-termisme

En ce qui concerne la pérennité de l'entreprise, il est de plus en plus évident, au vu des conséquences désastreuses que la stratégie « financialiste¹⁷⁶ » a causées il y a une dizaine d'années, que des rendements élevés sur des intervalles de temps réduits sans tenir compte des conséquences sur l'environnement de la société ne bénéficiera à personne sur le long-terme. De fait, promouvoir le développement durable dans des entreprises axées sur le court-terme paraît irréaliste¹⁷⁷.

Stéphane Rousseau résume le succès du long-terme en ces mots : « *réussir en longue durée, l'entreprise doit faire appel au talent, à l'expérience et l'engagement de tout son personnel. Elle doit protéger sa bonne réputation comme employeur, fournisseur de biens et services, acheteur et citoyen des régions et des pays où elle mène ses activités. Elle doit se montrer digne de la confiance de toutes les parties prenantes nécessaires à son succès*¹⁷⁸ ».

Nous renvoyons à la section 3 de ce chapitre pour pousser le raisonnement plus loin. Cette section voit converger les raisonnements du long-termisme et de l'intérêt économique que représente le modèle des stakeholders et démontre, aux termes d'observations économiques, que la théorie des stakeholders amène les dirigeants de l'entreprise à projeter leurs objectifs sur le long-terme

¹⁷⁵ D. WILLERMAIN, *op.cit.*, p. 106

¹⁷⁶ Terme abondamment utilisé dans « L'entreprise dans la société du 21e siècle / sous la direction de Claude Champaud, Bruxelles, Larcier, 2013 » pour qualifier la gouvernance d'entreprise axée sur un intérêt actionnarial sans compromis.

¹⁷⁷ L'on renverra à ce sujet à la réflexion menée p.8 sur le dilemme entre le profit financier et sociétal où l'on a pu observer une prise de conscience du législateur européen qui s'est affairé à modifier la directive de 2007 sur les droits des actionnaires pour qu'elle soit plus en phase avec une stratégie plus long-termiste.

¹⁷⁸ ROUSSEAU S. et ALLAIRE Y., *Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société*, p. 8

Section 2 – La recherche de la neutralisation des conflits d'intérêts

La théorie des stakeholders se fonde en soi sur la recherche constante d'un équilibre entre les intérêts des différentes parties prenantes. Les règles de gouvernance qui en découlent ont pour principale préoccupation de neutraliser, en plus du traditionnel conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants, les conflits qui émanent des différentes parties prenantes¹⁷⁹. Cette caractéristique présente l'avantage d'identifier clairement les conflits d'intérêts en présence au sein de l'entreprise, d'identifier les risques et enjeux liés aux activités de l'entreprise¹⁸⁰, et à terme de prévenir (autant que possible) les litiges.

Cette fonction « d'arbitrage » de la gouvernance permettant aux principaux intéressés d'exprimer leurs points de vue peut se concrétiser à travers de nombreux procédés : intégrer les stakeholders dans des organes, par exemple en assurant la présence de représentants de différentes catégories de stakeholders au sein du conseil d'administration¹⁸¹, en élisant des administrateurs garants de l'intérêt public¹⁸². Un médiateur (ombudperson) pourrait également être nommé par les administrateurs indépendants et garantirait une collecte et une transmission tout à fait objective de l'information pertinente de la situation de l'entreprise vers le conseil d'administration¹⁸³. Cela éviterait au conseil d'administration la situation de dépendance vis-à-vis de la direction quant à la collecte et la transmission d'information et octroierait plus de recul aux administrateurs quant à l'action du management¹⁸⁴, résolvant, au passage, un conflit d'intérêt supplémentaire.

Il est légitime de se demander si les représentants des parties prenantes ne seront pas tentés à certaines occasions de faire prévaloir l'intérêt de leur catégorie sur l'intérêt de l'entreprise. S'il est clair que les conflits d'intérêts pourront être nombreux, il est nécessaire que chaque membre du/des organe(s) d'administration garde bien en tête la finalité ultime de ce modèle de

¹⁷⁹ H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 180

¹⁸⁰ *Ibid.* p. 177

¹⁸¹ H. MURRAY, "Adopting Stakeholder Advisory Boards", *American Business Law Journal*, Volume 54, Issue 1, 61–106, Spring 2017, pp. 87-88

¹⁸² *Ibid.*

¹⁸³ *Ibid.* p. 89

¹⁸⁴ *Ibid.*

gouvernance ou ce que prescrit la loi : promouvoir l'intérêt de la société au-delà de l'intérêt de toute partie prenante¹⁸⁵.

Néanmoins, malgré une meilleure représentation dans l'organe de direction, il est difficile de diminuer la *pression actionnariale* inhérente à une société de capitaux. Étant donné que les actionnaires sont les seules parties prenantes à bénéficier de prérogatives directes à l'encontre de la société, il s'avèrera difficile de ne pas les privilégier en cas de conflit d'intérêt¹⁸⁶.

Section 3 – L'intérêt économique

§1 L'amélioration des performances de l'entreprise au bénéfice des actionnaires

Le professeur Gower insiste sur le fait qu'une société qui dévoue principalement sa stratégie à ses actionnaires se tirerait une balle dans le pied : « *it will do the shareholders no good if the company has dissatisfied customers, faces an antagonistic central or local government and has angry pressure groups disrupting its annual meetings*¹⁸⁷ ».

Au contraire, dans une étude menée par des chercheurs de l'ECGI (European Corporate Governance Institute) sur les conséquences économiques et financières qu'engendrent une stratégie d'entreprise responsable¹⁸⁸, l'on verra que beaucoup de préjugés quant aux coûts qu'engendre une telle stratégie n'ont pas lieu d'être. Instinctivement, on ne pourrait blâmer les sceptiques qui se détourneraient de la théorie des stakeholders ou de la responsabilité sociétale des entreprises pour des raisons financières. *A priori*, il paraît raisonnable de penser que leur mise en œuvre occasionnerait des coûts¹⁸⁹ sans réel retour pour les actionnaires (ou en tout cas sans rendement vérifiable). À côté de cela, on observe pourtant que les sociétés les plus susceptibles d'adopter un comportement socialement responsable sont celles qui disposent de règles de gouvernance bien appliquées¹⁹⁰, qui, à l'heure actuelle sont principalement orientées vers l'actionnariat. Les résultats de cette étude indiquent également qu'une direction qui

¹⁸⁵ *Ibid.* p. 89

¹⁸⁶ *Ibid.* p. 91

¹⁸⁷ P. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law* 6e éd., Londres, Sweet & Maxwell, 1997, p. 604

¹⁸⁸ FERELL A., LIANG H. and RENNEBOOG, L., *Socially Responsible Firms* (August 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 432/2014. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2464561>

¹⁸⁹ *Ibid.* p. 35

¹⁹⁰ *Ibid.*

s'engage dans une politique favorable aux stakeholders s'impose plus de contraintes financières en termes de liquidités disponibles¹⁹¹(ce qui, selon la théorie de l'agence optimise l'utilisation des ressources) et sera plus sensible à l'effet d'incitation à la performance de son salaire variable¹⁹².

De surcroît – que les actionnaires s'en réjouissent – une entreprise socialement responsable protège mieux les droits de son actionnariat et voit s'apaiser le traditionnel conflit entre actionnaires de contrôle et minoritaires¹⁹³. Comme l'a souvent revendiqué la doctrine qui soutient une telle approche, la *stakeholder approach* n'est pas incompatible avec la maximisation de la valeur actionnariale¹⁹⁴, elle remet simplement en cause la poursuite d'un objectif unique comme fondement d'une gouvernance efficace.

Force est de constater que même les plus sceptiques, davantage inspirés par l'intérêt des actionnaires, doivent admettre qu'il en va de l'intérêt de ces derniers que de garder à l'esprit l'influence non-négligeable des parties prenantes sur les performances de l'entreprise¹⁹⁵. Pour autant, réconcilier ces auteurs avec une vision plus ouverte de l'entreprise sera plus facile en s'en tenant à une liste restreinte de parties prenantes : celles qui doivent nécessairement investir dans des actifs spécifiques pour collaborer avec la firme par exemple¹⁹⁶ (un critère que prescrit Margaret Blair et qui semble simplifier la désignation des parties prenantes les plus pertinentes).

Cette approche restrictive (qualifiée de “new stakeholder model” dans un article de l'OCDE¹⁹⁷) soutiendrait les performances d'une société et contenterait l'actionnariat de cette manière : « *the “best” firms according to the “new” stakeholder model are ones with committed suppliers, customers, and employees. This new stakeholder approach is, therefore, a natural extension of the shareholder model. For example, whenever firm-specific investments need to be made, the performance of the firm will depend upon contributions from various resource providers of human and physical capital. It is often the case that the competitiveness and ultimate success of the firm will be the result of teamwork that embodies contributions from a range of different*

¹⁹¹ *Ibid.*

¹⁹² *Ibid.*

¹⁹³ *Ibid.*

¹⁹⁴ *Ibid.*

¹⁹⁵ M. MAHER, T. ANDERSSON, *op. cit.* pp. 8-9

¹⁹⁶ M. BLAIR, (1995), *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Washington DC *cite par* M. MAHER et T. ANDERSSON

¹⁹⁷ M. MAHER, T. ANDERSSON, *op. cit.*

*resource providers including investors, employees, creditors, and suppliers. Therefore, it is in the interest of the shareholders to take account of other stakeholders, and to promote the development of long term relations, trust, and commitment amongst various stakeholders (see Mayer, 1996). Corporate governance in this context becomes a problem of finding mechanisms that elicit firm specific investments on the part of various stakeholders, and that encourage active co-operation amongst stakeholders in creating wealth, jobs, and the sustainability of financially sound enterprises*¹⁹⁸ ».

Le modèle des stakeholders permettrait donc à la société d'exploiter tout son potentiel économique à travers une meilleure coordination des intérêts et une plus grande implication de toutes les parties prenantes dans le succès de la firme. En revanche, pour aboutir à une augmentation sensible de la performance, il faut parvenir à surmonter les problèmes d'opportunisme qui caractérisent les relations au sein de la firme lorsque les contrats sont incomplets et que des investissements spécifiques (par nature plus risqués) doivent être consentis¹⁹⁹. Pour donner un exemple, les employés seront plus réticents à se spécialiser pour correspondre à la demande de ressources humaines d'une société si aucune considération, ni compensation pour cet investissement ne revient à l'employé. De même, une firme sera moins disposée à investir dans l'amélioration du capital humain de ses employés si ceux-ci l'abandonnent à la première occasion²⁰⁰.

Dans ce contexte, la gouvernance d'entreprise aura pour principale fonction de trouver des mécanismes de prévention de ces problèmes d'opportunisme²⁰¹. Établir un climat de confiance sur base de valeurs communes²⁰² et inciter chacun à investir dans le long-terme, en s'assurant du soutien et de l'implication de tous, telles sont les conditions à réunir pour qu'une société prospère et perdure²⁰³. Bien évidemment, cela nécessite des incitants, des garanties et des procédures de résolution de conflit²⁰⁴. Autrement dit, de nouvelles méthodes de gouvernance d'entreprise sont requises.

¹⁹⁸ M. MAHER, T. ANDERSSON, *op. cit.*, p.9

¹⁹⁹ *Ibid.*

²⁰⁰ *Ibid.*

²⁰¹ *Ibid.* p. 10

²⁰² FREEMAN, R. Edward and McVEA, John, *op. cit.*

²⁰³ M. MAHER, T. ANDERSSON, *op. cit.*, p. 10

²⁰⁴ G. W. KESTER, (1992), "Industrial groups as systems of contractual governance", *Oxford Review of Economic Policy*, 8(3), pp. 24-44 cité dans M. MAHER, T. ANDERSSON, *op. cit.*

§2 L'amélioration des conditions de financement

Plus globalement, il a été empiriquement démontré que les entreprises les mieux cotées dans le domaine de la responsabilité sociale présentent moins de risques idiosyncratiques, de difficultés financières et bénéficient d'un coût du capital amoindri²⁰⁵. Cet accès à des conditions de financement plus favorables²⁰⁶ s'explique par plusieurs raisons :

Tout d'abord la tendance croissante des législateurs et des marchés à exiger plus de transparence²⁰⁷ et d'informations extra-financières des sociétés²⁰⁸ ce qui permet aux investisseurs de disposer d'un bilan précis de ce qui est entrepris par la société en matière de développement durable. Une société proactive et rigoureuse lorsqu'il s'agira de publier de tels rapports saura certainement séduire les attentes d'un marché d'investisseurs de plus en plus sensible à la question comme en témoigne le succès des produits SRI²⁰⁹.

Secondement, l'apparition de procédés de certification, par un tiers indépendant (auditeur indépendant par exemple) de l'information non-financière fournie qui atteste de la fiabilité du rapport de la société²¹⁰ et l'intérêt de certaines agences de notation pour l'évaluation du comportement sociétal des entreprises accroissent encore ce lien entre une stratégie responsable et un financement moins onéreux²¹¹. Ces notations sont basées sur des questionnaires soumis aux sociétés, sur l'information publiquement disponible et parfois même sur l'appréciation de certains *stakeholders*²¹² et portent sur les performances environnementales, sociales et de bonne gouvernance de l'entreprise en question. Enfin, la notation de la société en matière de CSR lui permet même d'intégrer des indices spécifiques comme le FTSE4Good, Euronext-Vigeo, Dow

²⁰⁵ FERELL A., LIANG H. and RENNEBOOG, L., Socially Responsible Firms (August 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 432/2014. Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2464561> p. 6, renvoyant aux études de : Goss and Roberts, 2011; El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra, 2011; Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang, 2011; Albuquerque, Durnev, and Koskinen, 2013

²⁰⁶ H. PETER., G. JACQUEMET, *op.cit.*, p. 187

²⁰⁷ Concernant l'importance de la transparence : Il va de soi que les principes de transparence et d'information sont incontournables lorsque l'on évoque l'intérêt des stakeholders dans la gouvernance d'entreprise. Giulia Neri-Castracane (*op.cit*) fait remarquer que ces impératifs de transparence et de divulgation créent un pont entre entreprises et société civile, qui augmente de façon générale le pouvoir des parties prenantes. La divulgation d'informations a pour effet de soumettre davantage l'action des dirigeants à l'appréciation des stakeholders. Indubitablement, dans une société de l'information, l'opinion publique relative à l'entreprise est plus que jamais pressante, voire contraignante.

²⁰⁸ H. PETER., G. JACQUEMET., *op. cit.* p. 188

²⁰⁹ *Voy infra* (fin de cette page)

²¹⁰ *Ibid.*

²¹¹ *Ibid.*

²¹² *Ibid.*

Jones Sustainability Index... Le site *Boursorama* démontre l'importance croissante de l'investissement responsable dans le monde de la finance en communiquant des chiffres impressionnants : en France, 223 milliards d'euros ont été investis dans des fonds ISR en 2014²¹³. Le *Forum for Sustainable and Responsible Development* appuie cette idée et affirme que fin-2015, 8,72 trillions de dollars, au moins, ont été investis suivant une stratégie ISR aux États-Unis²¹⁴. *Candriam* recommande les produits ISR dans la mesure où “*evidence shows that there is a positive relationship between a company's ESG performance and its financial returns, and considering ESG factors could also help minimise a portfolio's exposure to current and future risks*”²¹⁵.

Du point de vue de l'entreprise, être « *CSR compliant*»²¹⁶ » garantit donc un accès à de meilleures conditions de financement.

Finalement, adopter une stratégie responsable et sensible à l'intérêt des parties prenantes ne semble pas être un frein au développement économique et financier de la société. Bien au contraire, tout semble indiquer qu'un comportement responsable attire l'investissement et reflète une bonne gestion des risques, une bonne gouvernance et par conséquent la bonne santé économique de l'entreprise.

Section 4 – Les investisseurs de long-terme et/ou investisseurs sensibles à la question du développement durable

Il n'est plus rare d'entendre que certains acteurs du marché financier recherchent des investissements stables et solides sur le long-terme. Les fonds de pension et autres actionnaires institutionnels²¹⁷ ont tout intérêt à investir dans des entreprises qui prospèrent dans la durée afin de se conformer aux attentes de leurs clients qui projettent leur investissement sur le très long-terme.

²¹³ <https://www.boursorama.com/bourse/isr/presentation/>

²¹⁴ <https://www.ussif.org/sribasics>

²¹⁵ <https://www.candriam.com/en/professional/funds--solutions/our-expertise/SRI2/>

²¹⁶ H. PETER., G. JACQUEMET, p. 187

²¹⁷ G. NERI-CASTRACANE, *Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise*, pp. 25-27

Il est certain que les joies de l'investissement ont gagné une grande partie de la population par le biais des produits proposés par les investisseurs institutionnels. Comme le fait remarquer Giulia Neri-Castracane, *la distinction nette entre parties prenantes et actionnaires devient davantage théorique que réelle* puisqu'une bonne partie de la société civile est impliquée dans les entreprises privées par l'entremise de ces investisseurs institutionnels²¹⁸. Parce que ces investisseurs collectent les ressources d'employés, d'épargnants, de futurs retraités, en clair, d'investisseurs qui visent en principe un rendement à long terme, ils ont la légitimité nécessaire pour opter pour une telle stratégie²¹⁹. En plus de cette raison, est-il encore nécessaire de rappeler que ces investisseurs ont acquis un rôle central dans la gouvernance d'entreprise en ce qu'ils ont été les bénéficiaires de nombreuses réglementations financières leur permettant d'accroître leur contrôle sur les sociétés cotées. Cette position privilégiée en fait des acteurs incontournables dans la promotion du développement durable au sein des sociétés cotées. Il y a peu, le législateur européen a d'ailleurs modifié la directive « actionnaires » du 11 juillet 2007 par la directive du 17 mai 2017 adoptée *en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires*²²⁰. Il entend ainsi favoriser la transparence des investisseurs institutionnels sur leur politique d'engagement : *« les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs élaborent et rendent publique une politique d'engagement décrivant la manière dont ils intègrent l'engagement des actionnaires dans leur stratégie d'investissement. Cette politique décrit la manière dont ils assurent le suivi des sociétés détenues sur des questions pertinentes, y compris la stratégie, les performances financières et non financières ainsi que le risque, la structure du capital, l'impact social et environnemental et la gouvernance d'entreprise, dialoguent avec les sociétés détenues, exercent les droits de vote et d'autres droits attachés aux actions, coopèrent avec les autres actionnaires, communiquent avec les acteurs pertinents des sociétés détenues et gèrent les conflits d'intérêts réels ou potentiels par rapport à leur engagement*²²¹ »

D'un point de vue économique, il a été démontré que *l'amélioration de la performance sociale* attire les investisseurs institutionnels²²². Ce faisant, les sociétés cotées ont tout intérêt (pour autant que leur situation financière le leur permette) à intégrer des considérations sociales et

²¹⁸ *Ibid.*

²¹⁹ *Ibid.* p.27

²²⁰ Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *J.O.U.E.*, L 132/1

²²¹ Art. 3octies de la Directive du 17 mai 2017

²²² S.B. GRAVES, S.A. WADDOCK Institutional Owners and Corporate Social Performance, *Academy of Management Journal*, vol. 37, n°4, pp. 1034-1046

environnementales dans leur stratégie si elles veulent séduire davantage d'investisseurs²²³. Renforcer la transparence des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs permettrait en outre à la société civile de porter un regard critique sur leur politique et *avoir un effet positif de sensibilisation des investisseurs, permettre aux bénéficiaires finals, tels que les futurs retraités, de prendre de meilleures décisions en matière d'investissement, faciliter le dialogue entre les sociétés et leurs actionnaires, encourager l'engagement des actionnaires et renforcer leur responsabilité à l'égard des parties prenantes et de la société civile*²²⁴.

Parallèlement, la nocivité des activités d'une entreprise pourrait constituer un frein à son financement. On a pu constater que certains investisseurs se détournent des entreprises aux activités dommageables²²⁵. Davantage de transparence ne pourrait qu'accroître ce phénomène.

Section 5 – La remise en cause de certains aspects de la *shareholder primacy*

Bien que les arguments qui justifient la primauté de l'intérêt des shareholders sur les autres catégories de parties prenantes soient solides et ont longtemps prévalu au nom de l'efficacité économique²²⁶ (qui serait la plus grande force de cette théorie), ils sont aujourd'hui remis en question. Pour cause, les fondements de ces arguments ne sont plus toujours d'actualité ou ont démontré leurs faiblesses après plusieurs décennies d'application.

§1 – Bénéficiaires résiduels

Un des arguments les plus classiques qu'avancent les protagonistes de cette théorie est celui du statut de « residual claimant » de l'actionnaire²²⁷. Le raisonnement se fonde sur le fait que le droit des shareholders intervient après que toute autre créance ait été honorée. Le droit résiduel des actionnaires est donc le plus risqué, le plus susceptibles d'être confronté à un manquement.

²²³ *Ibid* et voy. *Supra* p. 36-37

²²⁴ Directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE *op.cit.*, considérants 16 et 17

²²⁵ D. SCHOENMAKER *op.cit.*, p.1

²²⁶ KEAY, ANDREW R., *Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?* (November 1), 2009. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1498065, p.8

²²⁷ *Ibid*. p. 9

En conséquence, l'actionnaire a davantage intérêt à contrôler l'action des dirigeants²²⁸ afin de stimuler la maximisation du profit de l'entreprise et assurer, en bout de course, un retour sur son investissement.

À cela, la doctrine répond que cette acception n'est pas justifiée par la réalité²²⁹ : les actionnaires ne sont pas les seuls bénéficiaires résiduels et donc ceux qui supportent le plus grand risque²³⁰. Par ailleurs, les actionnaires peuvent se défaire de leurs risques à tout moment lorsqu'ils doutent de la rentabilité de la société (« *the Wall Street Rule* »)²³¹.

Ensuite, Margaret Blair démontre que les décisions de l'entreprise ont des répercussions qui vont bien au-delà de l'actionnariat²³². À titre d'exemple, les actifs spécifiques dans lesquels les parties prenantes investissent sont des investissements risqués dont la rentabilité dépendra entièrement de la prospérité de l'entreprise dans le long-terme. L'expertise acquise par un travailleur dans un domaine spécifique (capital humain²³³), certains salaires liés aux performances de l'entreprise, l'équipement spécialisé que va se procurer un fournisseur, les crédits remboursables sur base des bénéfices et non pas d'intérêts fixes²³⁴... Tant de modalités qui font supporter aux parties prenantes une partie des risques de l'entreprise.

§2 – Efficience économique

Un second argument contestable serait ce postulat qui consiste à croire que la primauté des actionnaires amène l'entreprise à être plus efficace²³⁵. En effet, nous venons de voir que selon la théorie, les actionnaires constituent la catégorie la plus encline à superviser l'action des dirigeants pour maximiser les bénéfices de l'entreprise. Deux éléments découlent de cette affirmation : les dirigeants seraient non seulement plus efficaces (en termes de réduction de coûts) lorsqu'ils poursuivent un seul objectif (la maximisation de la valeur actionnariale) mais

²²⁸ *Ibid.*

²²⁹ DIEUX X., p. 117

²³⁰ KEAY, ANDREW R., p.10

²³¹ DIEUX X., p. 118 et KEAY, ANDREW R., p. 12

²³² BLAIR M., STOUT L., Specific Investment: Explaining Anomalies in Corporate Law, 2006, 31 J Corp L, pp. 719-738

²³³ ZINGALES L., In Search of New Foundations, Journal of Finance, 2000, pp.1623-1632

²³⁴ KEAY, ANDREW R., Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive? (November 1), 2009. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1498065, p.11

²³⁵ *Ibid.* p. 15

cette efficacité bénéficierait également à toutes les autres parties prenantes²³⁶ (plus de certitude et de facilité dans la gestion et donc une baisse des coûts de gestion).

En y regardant de plus près, on s'aperçoit que se concentrer uniquement sur la primauté des actionnaires pourrait en fait occasionner un coût pour l'entreprise. Certaines externalités négatives²³⁷ telles que des dommages à des tiers, des dommages environnementaux²³⁸, des conséquences sur les conditions de travail des employés²³⁹, etc. vont directement influencer la situation de la société et notamment sa réputation, élément certainement non-négligeable au 21^{ème} siècle. Les tenants de la théorie rétorquent que ces parties prenantes peuvent être protégées par une assurance ou par la réglementation²⁴⁰ mais est-ce réellement suffisant ?

§3 – Certitude

L'un des arguments le plus souvent invoqué pour soutenir la théorie. Pour illustrer cette certitude, qui en ferait une théorie simple à mettre en œuvre²⁴¹, rappelons qu'il n'aura fallu que six pages à Friedman, en 1970, pour ériger en référence internationale l'idée que « la seule responsabilité sociale d'une entreprise est de maximiser ses profits »²⁴².

Cette simplicité ferait en sorte que les dirigeants auraient plus de facilité à déterminer quels objectifs fixer et quelle stratégie adopter pour développer l'entreprise. Appliquer la primauté des actionnaires ne serait qu'une question de pragmatisme²⁴³. Keay est sceptique et considère que certaines incertitudes subsistent, que la mise en œuvre de la théorie n'est pas si claire dans le contexte de la gestion journalière²⁴⁴.

Bien que la maximisation de la valeur actionnariale semble être, *a priori*, un concept clair et univoque, en déduire un objectif pour diriger l'entreprise n'est pas si évident. Le Professeur Hu a étudié la question de savoir concrètement quels objectifs la primauté de l'actionnaire

²³⁶ *Ibid.*

²³⁷ I. LEE, "Efficiency and Ethics in the Debate About Shareholder Primacy". *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 2, 2006. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=910050>, p. 539

²³⁸ *Ibid.*

²³⁹ ANDREW R. KEAY, p. 16

²⁴⁰ *Ibid.* p. 16

²⁴¹ DIEUX X, p. 110

²⁴² M. FRIEDMAN, *op.cit.*, 1970

²⁴³ KEAY, ANDREW R., p. 17

²⁴⁴ *Ibid.*

requéraient.²⁴⁵ Traditionnellement, on peut penser que l'objectif des administrateurs est de dégager autant de profits que possible, ce qui bénéficierait directement aux actionnaires²⁴⁶. Or, ce premier postulat est contestable, la valeur actionnariale n'étant pas nécessairement maximisée par un accroissement des bénéfices²⁴⁷.

En deuxième lieu, Hu considère que les dirigeants pourraient se focaliser directement sur l'enrichissement des actionnaires, sans considération aucune pour l'amélioration de la société²⁴⁸. Le problème, selon lui, réside dans le fait qu'il est à nouveau difficile de trouver un marqueur fiable de cet enrichissement puisque le prix des actions par exemple est sujet à des imperfections telles que l'asymétrie d'information et reflète rarement la réalité²⁴⁹.

Enfin, la dernière approche consisterait à prendre en compte les problèmes d'imperfection du marché en se concentrant sur le prix des actions dans des conditions parfaites, dans un marché où l'information est parfaite²⁵⁰. À nouveau sa conclusion est claire : cette méthode ne donne pas d'indications suffisamment claires aux administrateurs sur la manière dont ils doivent gérer l'entreprise et cela vaut également pour les autres méthodes. La théorie serait donc critiquable du fait de l'équivocité de cette valeur actionnariale, trop vague et trop malléable pour que les administrateurs puissent être liés par un objectif certain et vérifiable²⁵¹.

Une autre zone d'incertitude à laquelle la théorie ne répond pas est la période de temps dans laquelle l'objectif de maximisation doit être atteint²⁵². Si dans la pratique les projections se sont généralement faites sur le court-terme, on réalise aujourd'hui que cette manière de faire a pu causer de fâcheuses conséquences et l'on constate que la tendance s'inverse²⁵³. Dans les deux cas évaluer le laps de temps dans lequel les résultats doivent être atteints est très difficile et à estimer au cas par cas²⁵⁴. On constate que les dirigeants ont toutefois du mal à se projeter dans le long-terme en appliquant la *shareholder primacy*. Ceci est dû au fait que leur mandat est en

²⁴⁵ H.HU, "New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation and the puzzle of Shareholder Welfare", *Texas Law Review*, 1991, p.1277

²⁴⁶ *Ibid.*

²⁴⁷ *Ibid.* point 1280

²⁴⁸ *Ibid.* point 1282

²⁴⁹ *Ibid.* p. 1283

²⁵⁰ *Ibid.* point 1285

²⁵¹ A. R. KEAY, *op.cit.* p. 19 et G. E. FRUG, "The Ideology of Bureaucracy in American Law", 97 *Harvard Law Review*, 1984, pp. 1276 at 1311

²⁵² *Ibid.*

²⁵³ *Ibid.*

²⁵⁴ *Ibid.* p. 20

principe temporaire et que leurs résultats tardifs pourraient laisser penser qu'ils ne sont pas performants dans la mesure où le prix des actions et les dividendes distribués augmentent plus lentement que dans un schéma court-termiste (moins de visibilité de leurs performances)²⁵⁵. La théorie incite donc au court-terme quand bien même l'on connaît désormais les dangers d'une pression trop intense et d'une prise de risque démesurée qui sont en partie responsables de la crise financière²⁵⁶.

Enfin, ces incertitudes, ces marqueurs trop vagues font qu'il est difficile pour un tribunal d'estimer si ce principe de maximisation de la valeur actionnariale a été respecté ou non²⁵⁷. Par conséquent les décisions des dirigeants pourraient être trop facilement remises en cause en jouant avec les concepts (la valeur n'était pas maximisée...)²⁵⁸.

Le sort des stakeholders n'est normalement pas traité par la théorie et, lorsque plusieurs décisions toutes aussi bénéfiques les unes que les autres pour l'actionnariat mais aux conséquences différentes pour les parties prenantes surviendrait, une décision nuisible serait tout à fait conforme aux principes de la théorie²⁵⁹. Le silence de la primauté des actionnaires quant à cette question est préoccupant même si on peut imaginer que les administrateurs se garderont d'écorner l'image de leur société.

Un autre argument en défaveur de la certitude réside dans la diversité des actionnaires. Le droit des sociétés tend généralement à assimiler tous les actionnaires conformément au modèle théorique. Or, il existe un grand nombre de divergences d'intérêts au sein même de cette catégorie de parties prenantes²⁶⁰. Qu'il s'agisse de l'opposition que l'on connaît bien entre l'actionnaire de référence (ou de contrôle) et les autres actionnaires minoritaires, ou encore de la mosaïque d'intérêts qui caractérise un actionnariat dispersé²⁶¹. Entre ces différents actionnaires, les attentes, les buts poursuivis par les investisseurs, la durée d'investissement, le profil de risque etc. peuvent varier ce qui rend la détermination de la maximisation de la valeur

²⁵⁵ *Ibid.*

²⁵⁶ LIPTON M., MIRVIS T., LORSCH J., The Proposed "Shareholder Bill of Rights Act of 2009", Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2009, <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/05/12/the-proposed-shareholder-bill-of-rights-act-of-2009/>, §2

²⁵⁷ A. R. KEAY, *op.cit.* p. 21

²⁵⁸ *Ibid.*

²⁵⁹ *Ibid.*

²⁶⁰ DIEUX X., p. 118

²⁶¹ *Ibid.*

actionnariale plus vague²⁶². Sur quels intérêts les administrateurs devront se concentrer ? Sans parler de la prise en compte des actionnaires futurs qui pourraient intégrer la stratégie de l'entreprise²⁶³.

Il n'est donc pas correct d'affirmer que les intérêts des shareholders constituent un groupe tellement plus homogène que les autres parties prenantes²⁶⁴. Dès lors, rejeter la théorie des stakeholders en avançant qu'il est impossible de diriger une entreprise en mettant systématiquement en balance les intérêts des diverses parties prenantes alors que les dirigeants sont en principe amenés à devoir arbitrer les intérêts de différentes catégories d'actionnaires semble être une conclusion un peu hâtive²⁶⁵.

§4 – Propriété

Un dernier point mérite d'être brièvement exposé : selon la conception qui domine dans la *shareholder primacy*, les actionnaires méritent d'être traités plus favorablement puisqu'ils seraient les propriétaires de la société,²⁶⁶. S'ils sont les propriétaires, ils privilégient d'un droit de contrôle sur l'entreprise et incitent la direction à agir en leur sens²⁶⁷.

Pourtant, si en économie cette affirmation a du sens et convainc la majorité, en droit elle est très critiquée. Economiquement, il est nécessaire que les actionnaires soient propriétaires de l'entreprise selon la théorie de l'agence faute de quoi elle serait mise à mal en ce qui concerne la gestion de l'entreprise²⁶⁸. En revanche, si l'on approche l'entreprise comme un ensemble de contrats, il est impossible de considérer que cet ensemble puisse faire l'objet d'un droit de propriété. Les actionnaires ne sont dès lors que des apporteurs de ressource, liés à la société²⁶⁹.

En droit européen, il va sans dire que soutenir cette thèse de la propriété nécessite de solides arguments. En premier lieu, en cas de litige à propos de la gestion d'une société, le juge sera amené à protéger les droits des actionnaires (découlant de leurs actions) et non pas leur droit de

²⁶² A. R. KEAY, *op.cit.* p. 21

²⁶³ *Ibid.*

²⁶⁴ DIEUX X., p. 118

²⁶⁵ A. R. KEAY, *op.cit.* p. 23

²⁶⁶ *Ibid.* p. 31

²⁶⁷ J. VELASCO, "Shareholder Ownership and Primacy" (September 26, 2008). *University of Illinois Law Review*, Vol. 2010, No. 3, pp.897-956.; Notre Dame Legal Studies Paper No. 08-31. <https://ssrn.com/abstract=1274244>

²⁶⁸ A. R. KEAY, *op.cit.* p. 30

²⁶⁹ S. DEAKIN, G. SLINGER, "Hostile Takeover, Corporate Law and Theory of the Firm", *Journal of Law and Society*, 1997, pp. 124-151

propriété sur la société²⁷⁰. De plus, la primauté de l'actionnaire ne s'impose pas exclusivement comme la « *norme suprême*²⁷¹ » en Europe, dénotant avec la conception de propriétaire qui y est corrélée. Nombreux sont les pays qui accordent, dans leur législation, une place particulière aux parties prenantes dans la gouvernance (Allemagne, Pays-Bas, France, Belgique, Italie...), démontrant ainsi que l'actionnaire n'est pas l'unique destinataire de l'intérêt social²⁷². Pierre Demeur écrivait en son temps avec justesse : « *Dans cette communauté, les actionnaires font figure de propriétaires, encore que la propriété repose, du point de vue externe, sur la personne morale* »²⁷³. Plus loin, il qualifie les actionnaires de « *propriétaires du capital* »²⁷⁴. Bien que cette notion de capital soit amenée à disparaître en droit belge, on observe que la notion de propriété n'a de sens que dans l'ordre interne de la société, lorsque l'on évoque la gestion de l'entreprise. Mais juridiquement, on se garde de les qualifier de propriétaires de la société car cette notion est trop complexe que pour pouvoir être inconditionnellement attribuée aux actionnaires sur base de leur contribution²⁷⁵.

Finalement, dire en droit que l'actionnaire d'une société ayant la personnalité juridique est propriétaire des actifs de cette dernière relève certainement d'une confusion avec la syntaxe économique qui remonte à l'époque où les premières sociétés de capitaux ne disposaient pas de la personnalité morale. Par conséquent les associés avaient des droits sur les actifs de la société²⁷⁶.

Il conviendrait donc de considérer que les actionnaires sont propriétaires de leurs actions, ce qui leur confère un droit sur les fruits produits par l'usage de sa propriété par l'entreprise, un droit résiduel sur la propriété de l'entreprise et un droit de contrôle limité²⁷⁷, des droits bien définis par le droit des sociétés.

²⁷⁰ A. R. KEAY, *op.cit.* p. 31

²⁷¹ S. COOLS, « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *Rev. prat. Soc.*, 2007/2 - 1 février 2008, p. 196

²⁷² *Ibid.*

²⁷³ DEMEUR P., « La notion de capital exprimé en relation avec le vote de l'actionnaire », *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1952, p. 233

²⁷⁴ *Ibid.* p. 234

²⁷⁵ A. R. KEAY, p. 31

²⁷⁶ *Ibid.* p. 30

²⁷⁷ *Ibid.* p. 31

§5 – Conclusion

Pour conclure, insistons sur le fait que ces critiques ont pour unique but de démontrer que la théorie de la *shareholder primacy* est loin d'être parfaite. Plus encore, « *elle n'a pas de titre à s'imposer comme un principe général de droit*²⁷⁸ » comme le résume bien Xavier Dieux. Si même les défenseurs de cette théorie admettent qu'elle a son lot d'incertitudes et de faiblesses, ils répondent qu'elle est la moins ambiguë des approches²⁷⁹.

“Imperfect solutions compete not with perfection but with other imperfect solution”²⁸⁰.

²⁷⁸ X. DIEUX, p. 119

²⁷⁹ A. R. KEAY, p. 23

²⁸⁰ J. MACINTOSH, “Designing an Efficient Fiduciary Law”, *University of Toronto Law Journal*, 1993, points 425 à 456

Chapitre 3 – La place des stakeholders dans la gouvernance d’entreprise

Si l’on sait pourquoi l’intérêt des stakeholders mérite d’être pris en compte, l’on peut se demander comment, concrètement, les dirigeants de l’entreprise parviendraient à le prendre en compte lorsqu’il s’agira de rendre une décision dans l’intérêt de la société. À des fins illustratives, nous serons amenés, dans ce chapitre, à examiner brièvement différents modèles de gouvernance ainsi que diverses règles qui traite directement ou incidemment de l’intérêt de la société.

Section 1 – La gouvernance d’entreprise belge et l’intérêt stakeholders

Comme nous avons pu l’observer précédemment dans ce travail, la jurisprudence belge a eu à se prononcer sur la question de l’intérêt social²⁸¹. Trancher une question de cette ampleur, à la teneur très idéologique et aux conséquences multiples représente évidemment une tâche ardue. La Cour a opté pour un « *statut quo* », ne prenant pas le risque de bousculer des règles économiques et financières bien établies tout en clarifiant sa position, *a posteriori*, en réconfortant les grands déçus sur le fait que l’intérêt de la société doit être compris dans la durée, en incluant les actionnaires futurs. Une petite victoire qui s’inscrit bien dans la promotion du long terme prônée par l’Union européenne. Enfin, la jurisprudence ne ferme évidemment pas la porte aux parties prenantes : la considération de leurs intérêts pourrait dans certains cas se justifier si elle sert l’amélioration des performances de l’entreprise et par conséquent la maximisation de la valeur actionnariale.

À côté de ces développements jurisprudentiels, le droit des sociétés belges n’a pas ignoré l’existence et les revendications de certains stakeholders. Des règles spécifiques protègent les créanciers, les actionnaires minoritaires, les travailleurs et « tout intéressé » (jusqu’à nouvel ordre).

²⁸¹ Voy. *supra*, p.3

On constate donc que certaines mesures de gouvernance n'envisagent pas la société comme une entité soumise aux desideratas absolu de son actionnariat. Ainsi, l'action sociale minoritaire, implique que les actionnaires minoritaires intentent une action à l'encontre des administrateurs pour le compte de la société. En cas de succès, l'indemnisation revient à la société et bénéficie donc aux parties prenantes²⁸². L'intérêt social, dans ce contexte, se détache du simple intérêt commun des actionnaires puisqu'il verra un nombre restreint d'actionnaires agir rompant avec l'intérêt collectif des associés au nom d'un intérêt distinct. Ce raisonnement existe également en France où la jurisprudence est intervenue en faveur d'actionnaires minoritaires agissant contre l'actionnaire de contrôle. Dans cette configuration, le juge a fondé son raisonnement sur l'intérêt de l'entreprise²⁸³

On peut également évoquer l'action en nullité prévue par l'article 178 du Code des sociétés aux termes duquel toute personne intéressée peut faire annuler une décision de l'assemblée générale. Cette possibilité laisse penser que l'assemblée générale ne protège pas, en tout temps l'intérêt des actionnaires de la société puisque sa décision pourrait être contraire à l'intérêt de la société. De plus, la disposition ouvre évidemment la voie aux parties prenantes qui pourraient faire valoir leurs intérêts devant les tribunaux. Toutefois, cette possibilité est certainement amenée à disparaître avec la réforme à venir du droit des sociétés.

Enfin, Yves De Cordt fait remarquer qu'en matière d'OPA, la position du législateur est particulière quant à l'intérêt social²⁸⁴. En effet, le législateur belge n'a pas transposé complètement la directive sur les OPA²⁸⁵ et l'interdiction faite aux administrateurs d'adopter des mesures défensives n'est pas transposée en droit belge²⁸⁶, ce qui peut être considéré – particulièrement en analyse économique du droit – comme un moyen pour les administrateurs de protéger les intérêts des parties prenantes²⁸⁷. Cela relève, selon Isabelle Corbisier, d'une volonté d'*assurer l'ancrage des fleurons nationaux*²⁸⁸. Enfin, rappelons que dans le cadre de la procédure qui régit l'OPA, les administrateurs de la société ciblée sont amenés à se pencher

²⁸² X. DIEUX, *op.cit.*, p. 119

²⁸³ *Voy.infra* p. 52

²⁸⁴ Y. DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*. Academia-Bruylant : Louvain-la-Neuve, 2008, p. 69 et s.

²⁸⁵ *Voy. infra.*, p. 52

²⁸⁶ Ni la règle de passivité, ni celle de neutralisation n'a été transposée.

²⁸⁷ P. DAVIES, *op. cit.*, p. 287

²⁸⁸ I. CORBISIER, *op. cit.* p. 474

sur les intérêts des différentes parties prenantes. Dans la rédaction du mémoire en réponse²⁸⁹ notamment en examinant les conséquences pour la société, ses actionnaires, ses travailleurs, etc. Et en consultant et informant le personnel de la société comme le requiert l'article 45 de la loi sur les OPA.

Section 2 – La gouvernance d'entreprise de nos voisins européens et l'intérêt des stakeholders

§1 Droit anglais

La tendance britannique, en ce qui concerne l'intérêt social, favorise indubitablement l'approche traditionnelle du shareholder control. Le « board of directors » n'a de comptes à rendre qu'aux actionnaires. Cette observation est d'autant plus vraie qu'en Angleterre il n'existe pas de règles de gouvernance contraignantes : tout est laissé à l'appréciation des fondateurs dans la *company's constitution* (statuts) et ultérieurement, des actionnaires²⁹⁰. De plus, en matière d'OPA l'interdiction pour les administrateurs d'adopter des mesures défensives sans le consentement des actionnaires, après que l'offre ait pris cours, accentue encore davantage la tendance à agir dans le sens des actionnaires²⁹¹ (notons qu'il s'agit simplement d'une transposition effective de la directive sur les OPA²⁹²). Néanmoins, le *Companies Act* n'a pas ignoré les revendications de certains groupes politiques et le législateur anglais a accepté d'introduire une disposition particulière dans la loi : *the Duty to promote the success of the company*. L'adoption de cette disposition relève donc du compromis politique, à une époque où le débat stakeholders vs shareholders battait son plein²⁹³.

Notons que les travaux parlementaires ont défini le succès de l'entreprise de la manière suivante : « *for a commercial company, success will usually mean long-term increase in*

²⁸⁹ Art. 22 et s. de la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition.

²⁹⁰ P. DAVIES, *op.cit.* p. 265

²⁹¹ *Ibid.* p. 141

²⁹² Directive 2004/25/CE Du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.* L 142/12, art.9 concernant les obligations du conseil d'administration

²⁹³ P. Davies, *op. cit.*

value »²⁹⁴. Le long-termisme s'impose donc comme l'objectif le plus pertinent à atteindre aux yeux du législateur.

Les parties prenantes se sont vu attribuer une place dans la gouvernance mais à titre subsidiaire, à l'instar de ce que l'on connaît en Belgique. La prise en compte des intérêts des stakeholders est une obligation, les administrateurs sont sommés de considérer les différents intérêts en présence lors de leur prise de décision mais, conformément à ce que prescrit la *Enlightened Shareholder Value*, la maximisation de la valeur actionnariale demeure la principale préoccupation des dirigeants²⁹⁵. L'intérêt social reste donc principalement focalisé sur l'intérêt des shareholders en gardant toutefois à l'œil les conséquences qu'une décision pourrait avoir sur les autres *constituencies*.

§2 Droit français

Le droit français est marqué par une forte influence de l'institutionnalisme et de la doctrine de l'entreprise qui prônent un intérêt social dépassant le seul intérêt des actionnaires comprenant, entre autres, l'intérêt des salariés²⁹⁶. Des réflexions qui ont rythmé le 20^{ème} siècle, et qui entendent personnifier l'entreprise, « *en faire une institution, c'est-à-dire une entité économique et sociale organisée par le droit*²⁹⁷ ». Autre remarque qui témoigne de toute la philosophie du courant : « *Pour Ripert, l'entreprise en tant qu'institution repose d'une part sur la réunion des facteurs de production que sont le capital et le travail, sous une direction commune et sans qu'aucun d'eux n'absorbe ou ne domine l'autre*²⁹⁸ ».

Toutefois, il faut garder en tête que la structure actionnariale qui prévaut en droit continental européen est celle de l'actionnariat concentré, de contrôle. Par conséquent, l'intérêt commun des actionnaires ne saurait constituer un intérêt tout à fait homogène et laisserait plus de place à l'émergence de l'intérêt de l'entreprise en soi²⁹⁹. L'arrêt *Fruehauf*³⁰⁰ témoigne d'ailleurs de

²⁹⁴ A. R. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, London, Routledge, 2013, p. 108, citant Lord Goldsmith dans les débats parlementaires

²⁹⁵ *Ibid.* p. 216

²⁹⁶ M. GELTER, « La doctrine française de l'entreprise d'un point de vue comparé », in *L'entreprise dans la société du 21^{ème} siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 85

²⁹⁷ P. ABADIE, « Section 1 - L'étendue du pouvoir décisionnel à l'aune d'une réflexion sur l'entreprise et l'intérêt social dans la doctrine américaine et française » in *Entreprise responsable et environnement*, Bruxelles, Bruylant, 2013 p. 633

²⁹⁸ G. RIPERT, « Aspects juridiques du capitalisme moderne », *L.G.D.J.*, 1951 cité par P. ABADIE, *op.cit.* p.633

²⁹⁹ M. GELTER, *op.cit.*, p.88

³⁰⁰ Arrêt *Fruehauf*, C.A. Paris, 22 mai 1965, *J.C.P.*, 1965, II, n° 14274bis ; D., 1968, Jur.

cet intérêt autonome dont la fonction principale aura été, en l'espèce, de trancher un conflit d'intérêts entre l'actionnaire de contrôle d'une part, et des actionnaires minoritaires, ainsi que des salariés d'autre part, en faveur de ces derniers³⁰¹. L'intérêt de l'entreprise se manifeste aussi dans d'autres questions du droit des sociétés telles que l'abus de biens sociaux et l'abus de majorité³⁰².

Pour compléter le dernier propos ajoutons que dans une affaire de cautionnement souscrit par une société (à responsabilité limitée), des auteurs rappellent que « l'appréciation de la conformité à l'intérêt social est une question qui se résout au cas par cas : il s'agit de faire une mise en balance entre le coût et l'avantage pour la société³⁰³ »

En fin de compte, l'intérêt de la méthode fut d'insister sur les différents intérêts qui méritent d'être protégés au sein de l'entreprise³⁰⁴, même si l'on sait que le courant *pro-shareholder primacy* a certainement prévalu durant les trois ou quatre dernières décennies.

Au niveau purement organisationnel, on présente généralement le modèle de gouvernance français comme un modèle intermédiaire entre ce qui est proposé aux Etats-Unis d'une part, et en Allemagne d'autre part. La structure d'administration n'est pas imposée par le législateur et le choix entre une structure moniste ou dualiste est donc laissé à la société anonyme. Le modèle français « *se caractériserait donc par sa flexibilité* », selon le rapport³⁰⁵. La structure moniste s'impose largement retenant le choix de 79% des sociétés françaises³⁰⁶. Les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général peuvent être exercées par une même personne même si une écrasante majorité des sociétés s'écarte de cette possibilité³⁰⁷, ainsi que le recommande la gouvernance d'entreprise moderne. Dans la pratique se développe la fonction de Vice-président ou administrateur référent généralement indépendant qui peut se

³⁰¹ M. GELTER, *op.cit.*

³⁰² *Ibid.*

³⁰³ E. LACHETEAU, I. EID, *Cautionnement et intérêt social / décryptage de la jurisprudence récente*, article publié sur Les Echos EXECUTIVES, le 7 décembre 2015. Disponible à l'adresse : <https://business.lesechos.fr/directions-juridiques/partenaire/partenaire-497-cautionnement-et-interet-social-decryptage-de-la-jurisprudence-recente-205322.php>

³⁰⁴ P. ABADIE, *op. cit.*, p. 634

³⁰⁵ Rapport de l'IFA (Institut Français des Administrateurs) sur « La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs », édition 2015, disponible à l'adresse suivante : <https://www.paris-europlace.com/fr/nos-priorites/gouvernance>, p. 9

³⁰⁶ *Ibid.* p. 10

³⁰⁷ *Ibid.*

voir attribuer certaines prérogatives³⁰⁸. Cette position semble particulièrement pertinente pour assurer l'intérêt de l'actionnariat minoritaire voire un canal de communication privilégié, à l'instar de ce que propose le droit anglo-saxon en recommandant la nomination d'un SID³⁰⁹ (*Senior independent director*), pour les actionnaires et certains stakeholders incontournables.

Dans un rapport de gouvernance des sociétés cotées en France, l'on peut lire *qu'en amont et en aval des AG, on observe le développement des pratiques de dialogue entre entreprises, investisseurs et parties prenantes de la société civile*³¹⁰, des pratiques volontaires qui sont bénéfiques mais restent très vagues évidemment. Plus loin, le rapport partage des chiffres encourageants : 1140 sociétés cotées sur les 12 861 se sont engagées à directement favoriser le développement durable dans leur entreprise en signant le « UN Global Compact »³¹¹. Un nombre qui serait croissant selon le rapport, sans parler du nombre grandissant d'entreprises qui se tournent vers l'ISR pour tenter de séduire des actionnaires convaincus par l'importance du développement durable.

En matière de RSE, la France a adopté un système de quota qui requérait une présence de 20% (globalement atteint selon Giulia Neri-Castracane) de femmes au sein du Conseil en 2014 et de 40% en 2017³¹².

§3 Droit allemand

La renommée du système de gouvernance allemand est due à l'implication des travailleurs dans les sociétés qui comptent au minimum 500 employés. Dans la structure dualiste allemande, les employés disposent d'une part des sièges dans le conseil de surveillance : un tiers des sièges dans les sociétés de 500 à 2000 employés et la moitié de ceux-ci dans les sociétés de plus 2000 employés. Le président du conseil reste toutefois un représentant des actionnaires tandis que la vice-présidence est assurée par un représentant des employés³¹³.

³⁰⁸ *Ibid.*

³⁰⁹ P. DAVIES, *op. cit.*, p. 196

³¹⁰ Rapport de l'IFA (Institut Français des Administrateurs) sur « La gouvernance des sociétés cotées en France à l'usage des investisseurs », *op. cit.*, p. 34

³¹¹ *Ibid.*

³¹² G. NERI-CASTRACANE, *op. cit.*, p. 174

³¹³ *Ibid.* p. 178

D'un point de vue économique, Paul Davies avance que la démarche n'a de sens, dans une économie de marché, que si la réduction du contrôle actionnarial (au profit de l'intégration des travailleurs dans la gouvernance) est compensée par un gain d'efficacité économique quelque part³¹⁴. En l'espèce, la structure de gouvernance allemande améliorerait la productivité des travailleurs. En effet, une plus grande implication des employés dans la gouvernance d'entreprise augmente la motivation des employés et la sécurité de leur emploi, ce qui en contrepartie génère de leur part une productivité accrue³¹⁵.

C'est exactement à ce genre de phénomène vertueux que Margaret Blair se réfère lorsqu'elle affirme que le rôle des dirigeants d'entreprise est de créer un climat de confiance qui incite les parties prenantes à consentir des investissements dans des actifs spécifiques qui amélioreront la condition économique de l'entreprise³¹⁶. Et l'illustration du modèle allemand est parfaite puisqu'il crée les conditions adéquates pour encourager ses travailleurs à investir dans leur capital humain (*firm-specific human capital*) tout comme l'entreprise peut investir dans ses employés³¹⁷. À terme, parce qu'il sait que ses intérêts sont corrélés à celui de la société, l'employé va acquérir des ressources précieuses pour celle-ci.

Force est de constater, sans poser de conclusion trop hâtive que le postulat de Freeman (appliqué que modérément et partiellement dans ce cas-ci) semble tenir la route : une entreprise qui prend en compte l'intérêt de ses parties prenantes et favorise par conséquent leur implication dans l'entreprise est moins sensible aux troubles économiques. Au vu de la solidité de l'économie allemande et de sa relative résistance face à la crise, l'on peut estimer que les sociétés allemandes sont régies suivant des méthodes crédibles. De nombreux facteurs doivent évidemment entrer en ligne de compte mais l'importance de la gouvernance d'entreprise n'est certainement pas à minimiser.

³¹⁴ P. DAVIES, *op. cit.*, p. 274

³¹⁵ *Ibid.*

³¹⁶ *Voy. infra.* p. 19

³¹⁷ P. DAVIES, *op. cit.*, p. 276

Section 3 – La gouvernance d’entreprise nord-américaine et l’intérêt des stakeholders

§1 Droit canadien

La jurisprudence canadienne est certainement l’une des plus éclairées et éclairantes sur le sujet, tant elle a réussi à intégrer, dans ses décisions récentes, les développements que la réflexion sur l’intérêt social a connu ces dernières années.

Lorsqu’il s’est agi de définir l’intérêt social, la Cour suprême s’est défendue de faire prévaloir l’intérêt d’une catégorie de stakeholders sur l’intérêt d’une autre. Par conséquent, elle a relégué la traditionnelle primauté des actionnaires au rang de « simple » décision commerciale, laissant la hiérarchisation des intérêts des parties prenantes à l’appréciation des administrateurs³¹⁸.

La Cour ne peut être plus claire quand elle aborde la question qui nous intéresse : « l’obligation de loyauté ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme »³¹⁹. L’arrêt *BCE* consacre même « l’absence de principe établissant que les intérêts d’un groupe doivent prévaloir sur ceux d’un autre groupe »³²⁰.

Cette définition de l’intérêt social s’alignerait mieux avec la loi canadienne sur les sociétés par action qui dispose que « les conseils d’administrations doivent agir dans l’intérêt de la société³²¹ ».

Stéphane Rousseau et Yvan Allaire nous exposent comment la jurisprudence canadienne a redéfini l’intérêt social de la société et comment les administrateurs des sociétés canadiennes sont amenés à devoir arbitrer davantage d’intérêts en présence lorsqu’ils auront à prendre une décision en respectant leurs obligations légales à la lumière de cet intérêt social plus large.

Les auteurs indiquent que cette jurisprudence est péremptoire : en effet, les décisions prises par les dirigeants de la société ne peuvent accorder « aucun traitement préférentiel aux intérêts des actionnaires ni à ceux de toute autre partie prenante³²². Les administrateurs *doivent agir*

³¹⁸ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE, *op. cit.*, p.4-5

³¹⁹ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE, *op. cit.*, p.4

³²⁰ *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, 2008 CSC 69, par. 84

³²¹ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE, *op. cit.*, p. 9

³²² *Ibid.*

*exclusivement dans l'intérêt de la société*³²³. La difficulté de cette conception réside dans le fait qu'il est très difficile de définir l'intérêt de la société lorsque les intérêts des différentes parties en présence sont opposés. Nous savons évidemment que cette critique est récurrente lorsque l'on en vient à défendre ce point de vue et les auteurs tentent d'y répondre.

Le premier élément à présenter est celui du devoir de loyauté des administrateurs envers la société. Les intérêts de la société devant se distinguer, selon la Cour, de l'intérêt des actionnaires, et de toute autre partie prenante, les administrateurs ont pour principal devoir de maximiser la valeur de l'entreprise, d'en faire une meilleure entreprise³²⁴. La Cour a cherché à se défaire de la simple maximisation de la valeur actionnariale³²⁵. En revanche, elle n'y substitue aucune définition de ce qu'est la valeur de l'entreprise et les auteurs vont donc s'appuyer sur la théorie financière pour tenter de déterminer ce qu'est précisément cette valeur. Selon cette théorie, elle peut être définie comme « la valeur présente des flux financiers futurs³²⁶ ». Cette méthode a pour défaut d'être quelque peu incertaine et peut faire l'objet d'évaluations différentes mais présente l'avantage d'être parfaitement *compatible avec la prise en compte des intérêts à long-terme des parties prenantes*³²⁷.

Pour conclure, la jurisprudence canadienne a jugé que l'objectif principal des administrateurs, lors d'un changement de contrôle, se résumait à assurer « la pérennité et la continuité de l'entreprise plutôt que la maximisation de la valeur à court terme »³²⁸. Cette dernière phrase résume bien la philosophie juridique qui se met en place dans le droit des sociétés canadien.

Un deuxième élément est à mettre en exergue dans l'argumentaire de Stéphane Rousseau : en plus de devoir faire preuve de loyauté envers la société en tant qu'entité distincte des actionnaires, les administrateurs se voient prescrire des normes comportementales spécifiques. Des normes qui ne sont pas innovantes aux yeux des juristes mais qui ont fait leurs preuves à maintes reprises : l'obligation d'agir avec prudence et diligence à l'égard de la société³²⁹.

³²³ *Ibid.*

³²⁴ *Magasins à rayons Peoples Inc. c. Wise*, 3 R.C.S. 461, 2004, Cour Suprême du Canada, 68, par. 43

³²⁵ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE, *op. cit.*, p. 15

¹⁰⁹ *Ibid.*

³²⁷ *Ibid.*

³²⁸ *Brassard c. Forget*, 2010 QCCS 1530 (CANLII)

³²⁹ Art. 119, al. 2 de la Loi sur les sociétés par actions

Ce second devoir se décline en deux temps. Premièrement, l'administrateur doit se comporter comme une personne raisonnablement prudente et diligente. Il s'agit d'évaluer objectivement si l'administrateur s'est conduit « *comme une personne raisonnable en pareilles circonstances* »³³⁰. L'expression « en pareilles circonstances » a pour but de prendre en compte « *des éléments du contexte factuel dans lequel agissent les administrateurs* »³³¹. Par conséquent, selon l'interprétation de l'arrêt *Wise* de la Cour suprême (« *l'apparition de normes plus strictes force les sociétés à améliorer la qualité des conseils d'administration* »³³²), il serait nécessaire d'intégrer les meilleures pratiques de gouvernance (pour autant qu'elles soient considérées comme courantes) dans la prise de décision des administrateurs, en tant qu'éléments factuels³³³. Dans la mesure où la jurisprudence *BCE* a jugé que l'intérêt social ne se limitait plus à l'actionnariat, les meilleures pratiques à l'égard des parties prenantes incluant un comportement plus socialement responsable devraient, selon Stéphane Rousseau, être prises en considération dans l'évaluation du caractère raisonnablement prudent et diligent de l'administrateur³³⁴.

À nouveau, l'on rappelle que ce raisonnement ne vaut que pour autant que ces pratiques constituent des éléments contextuels et soient dès lors suffisamment répandues et courantes que pour constituer des normes de conduite³³⁵.

§2 Point de convergence États-Unis - Canada – L'obligation de se renseigner

L'obligation des administrateurs de se renseigner semble émaner *a priori* de la jurisprudence américaine. En effet, plusieurs arrêts rendus aux États-Unis ont précisé les contours de cette obligation tandis que la doctrine canadienne s'accorde à dire que cette obligation est désormais ancrée dans le droit des sociétés canadiens³³⁶. Deux arrêts en particulier la consacrent.

³³⁰ ROUSSEAU S. et ALLAIRE Y., p. 23

³³¹ *Ibid.* p.23

³³² *Magasins à rayons Peoples Inc. c. Wise*, 3 R.C.S. 461, 2004, Cour Suprême du Canada, 68, par. 64

³³³ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE, *op. cit.*, p. 23

³³⁴ *Ibid.*

³³⁵ *Ibid.*

³³⁶ K. McGUINNESS. *Canadian Business Corporations Law*, 2^{éd.}, Toronto, Lexis Nexis, 2007, p. 947 & C. Tremblay, E. Poupart, *Les obligations, la responsabilité des administrateurs et les sources d'indemnisation*, https://marcomm.mccarthy.ca/pubs/2011_02_16_Les_obligations_la_responsabilite_des_administrateurs.pdf, pp. 7,9 et 10

Le premier, rendu par la Cour d'appel de l'Ontario dit pour droit : *“the mandate of the directors is to manage the company according to their best judgment ; that judgment must be an informed judgment ; it must have a reasonable basis”*³³⁷.

Un autre arrêt rendu par la Cour suprême du Delaware juge que dans le contexte d'un changement de contrôle (une fusion en l'espèce), les administrateurs contreviennent à leur obligation de se renseigner en acceptant trop hâtivement l'offre qui leur est soumise³³⁸ « *sans prendre connaissance des détails de la fusion ni de solliciter d'évaluation indépendante*³³⁹ ».

Pour compléter cette exigence, la jurisprudence a estimé que l'obligation de se renseigner n'était pas automatiquement remplie lorsque les administrateurs s'étaient uniquement satisfaits des renseignements fournis par les dirigeants de la société³⁴⁰.

Cette obligation a toute son importance lorsqu'il s'agit de prendre les parties prenantes en compte dans une décision. Le renseignement est forcément corrélé à l'objectif que doit atteindre l'administrateur. Lorsque cet objectif est de maximiser la valeur de l'entreprise comme nous avons pu le constater précédemment, il convient de dépasser la seule perspective actionnariale³⁴¹, pour y intégrer d'autres intérêts susceptibles d'affecter la prospérité et la continuité de l'entreprise³⁴².

Pour satisfaire correctement leur obligation, les administrateurs devront donc « *inclure les parties prenantes particulièrement affectées par la décision*³⁴³ » dans leur raisonnement et ainsi se conformer aux intérêts à long terme de la société³⁴⁴

§3 Droit des États-Unis

A priori, la notion d'intérêt social ne prête pas à autant de discussions dans la doctrine américaine qu'europpéenne : la nature étatique du droit des sociétés³⁴⁵ (la concurrence

³³⁷ *Pente Investment Management Ltd. c. Schneider Corp.*, 1998 CanLII 14808, 253, 264, 265

³³⁸ *Smith c. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

³³⁹ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE., p. 24

³⁴⁰ *Ontario Inc c. Harold Ballard Ltd.* (1991) 3 B.L.R. (2d) 123 (C.S. Ont.)

³⁴¹ S. ROUSSEAU et Y. ALLAIRE, p. 26

³⁴² *Ibid.*

³⁴³ E. R. FREEMAN, *op. cit.*

³⁴⁴ Arrêt *BCE op. cit.*

³⁴⁵ P. ABADIE, *op.cit.* pp. 601-602

réglementaire entre Etats étant source de réticence à *figer* l'intérêt social³⁴⁶) et une interprétation stricte des sources textuelles et en seraient la cause³⁴⁷. Selon Black, ce problème est central en droit des sociétés américain puisqu'il favorise son immobilisme³⁴⁸. Cela n'empêche évidemment pas les auteurs de nombreuses disciplines à s'interroger sur la finalité et les objectifs des entreprises.

Deux auteurs, Blair et Stout, se livrent à une analyse du droit des sociétés américain pour appuyer le fait que l'intérêt social ne peut se limiter à l'intérêt des actionnaires. Ils défendent une théorie dite de la *Team production* ou théorie communautaire. Ils critiquent l'idée selon laquelle les dirigeants ne seraient que les agents des actionnaires en se fondant sur le fait que les « *actionnaires ne peuvent ordonner au conseil d'administration d'agir*³⁴⁹ », selon eux, il faut les comparer à des « *trustees que la loi autorise à représenter des bénéficiaires avec des conflits d'intérêts*³⁵⁰ », ils peuvent « *librement faire des compromis entre les intérêts en conflit des différents participants à l'entreprise*³⁵¹ ». Ces trustees agissent pour le compte de la personne morale (« *the team as a whole* »)³⁵². Il s'agit donc pour les dirigeants de fixer les objectifs de l'entreprise en trouvant un équilibre entre les intérêts divergents des parties prenantes (les auteurs s'en tiennent au management, aux employés et aux créanciers), quitte à sacrifier une partie des intérêts des shareholders³⁵³. Ce modèle implique que le conseil d'Administration soit l'organe décisionnel ultime au sein de l'entreprise, chose incontestable dans le droit des sociétés des Etats-Unis où le conseil d'administration jouit *de facto* d'une grande indépendance³⁵⁴.

Cette vision de l'organisation de l'entreprise serait soutenue par une tendance jurisprudentielle à dissocier l'intérêt des actionnaires de l'intérêt de l'entreprise. De surcroît, les auteurs font remarquer que de plus en plus de législations intègrent la possibilité, pour des acteurs autres

³⁴⁶ *Ibid.* p. 603

³⁴⁷ *Ibid.* pp. 601-602

³⁴⁸ B. S. BLACK, « Is corporatelaw trivial ? A politicaland economicanalysis », *NorthwesternUniversitylaw Review*, vol. 84, hiver 1990, pp. 542-594 cité dans P. ABADIE, *op.cit.*

³⁴⁹ G. NERI-CASTRACANE, *op. cit.*, p. 71

³⁵⁰ M. BLAIR. and L. STOUT, « A Team Production Theory of Corporate Law », *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2 (Mar. 1999) p. 291

³⁵¹ *Ibid.*

³⁵² I. CORBISIER, *op. cit.* p. 79

³⁵³ M. BLAIR. and L. STOUT, *op. cit.*, p. 291

³⁵⁴ COOLS S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *Rev. prat. Soc.*, 2007/2 - 1 février 2008, p. 197

que les actionnaires, d'agir contre une décision rendue par les dirigeants de l'entreprise³⁵⁵. Ensuite, de nombreux Etats ont adopté des actes spécifiques encourageant la prise en compte et la protection des parties prenantes : les « *constituencies statutes* ».

Pour illustrer cette tendance, l'on citera le droit des sociétés Pennsylvanien qui dispose ceci, en son titre 15, section 1715: « [...] *the board of directors [...] may, in considering the best interests of the corporation, consider to the extent they deem appropriate :*

- *The effects of any or all groups affected by such action, including shareholders, employees, suppliers, customers and creditors of the corporation, and upon communities in which offices or other establishments of the corporation are established.*
- *The short-term and long-term interests of the corporation, including benefits that may accrue to the corporation from its long-term plans [...] ».*

Le parallèle avec la situation qui prévaut suivant la jurisprudence canadienne est évident³⁵⁶. De plus, la loi prévoit qu'aucun intérêt d'une catégorie de partie prenante ne prévaudra sur les intérêts d'une autre. Encore une fois, il serait difficile de penser que la jurisprudence canadienne ne s'est pas inspirée de ces dispositions.

Ensuite, il peut être intéressant de noter que la loi pennsylvanienne a été modifiée afin de permettre aux administrateurs d'adopter des mesures défensives dans un contexte de changement de contrôle, en invoquant la protection des parties prenantes. En effet, l'intérêt social, à la lumière des intérêts des parties prenantes peut justifier ce genre de mesures³⁵⁷.

Néanmoins, le débat américain sur la question est difficilement comparable au nôtre en ce que la principale vocation de la gouvernance américaine est de limiter le pouvoir des administrateurs et de le contrôler, pour ensuite établir quels sont les recours disponibles aux parties prenantes pour faire respecter ces pouvoirs (Pauline Abadie compare la gouvernance américaine aux règles de droit public)³⁵⁸. D'où l'obligation de surveillance (*voy. Supra* - section 2) qui régule directement le pouvoir des administrateurs en circonscrivant leurs devoirs par

³⁵⁵ M. BLAIR and L. STOUT, *op. cit.*, p. 295

³⁵⁶ S. ROUSSEAU ET Y. ALLAIRE, *op. cit.*, p. 17

³⁵⁷ *Ibid.* p. 18

³⁵⁸ P. ABADIE, *op.cit.* p. 608

exemple. La tendance européenne repose plutôt sur l'arbitrage et la recherche d'un équilibre entre les différents intérêts et des différents droits qui coexistent au sein de la société.

Conclusion

Aux termes de cette étude, le constat est mitigé mais l'enthousiasme initial loin d'être entamé. Si l'on observe en pratique que la *shareholder primacy*, après avoir démontré ses limites, reste omniprésente et reste globalement la théorie favorite pour des raisons d'applicabilité et d'efficacité, on constate toutefois que la réflexion sur le rôle de l'entreprise, sur la protection des stakeholders, sur la responsabilité sociétale de l'entreprise et sur le développement durable avance, évolue et prend de l'importance.

Économiquement, les sociétés doivent encore faire face à un vrai dilemme lorsqu'il s'agit de choisir une nouvelle direction que serait celle d'une stratégie responsable. La crainte de ne plus répondre aux attentes des actionnaires, de devoir supporter des coûts trop importants, d'être dépassés par des concurrents qui se détourneraient du développement durable sont tant de freins qui empêchent les dirigeants de promouvoir un changement important. Pourtant, les études démontrant les effets bénéfiques de la mise en œuvre d'une stratégie responsable ne manquent pas. Une plus grande implication des parties prenantes dans l'entreprise peut occasionner une réduction des coûts, une hausse de la productivité des partenaires, une diminution des coûts d'agence, une meilleure gestion des conflits d'intérêts, une plus grande attractivité pour les investisseurs institutionnels et investisseurs sensibles aux considérations environnementales et sociales ou investisseurs à la recherche d'un investissement stable, etc.

Juridiquement, l'adoption de mesures responsables ne semble pas problématique. Comme nous avons pu le relever à plusieurs reprises, la prise en compte des intérêts des parties prenantes est possible tant qu'elle profite à la société et à ses actionnaires. Dans les faits, il serait difficile d'imaginer un juge condamner des démarches responsables sociétalement parce qu'elles contreviennent à l'intérêt social à moins que la faute de gestion soit manifeste. De plus, les sociétés promotrices de mesures durables sont en général des sociétés qui fonctionnent bien, tant sur le plan économique qu'organisationnel.

Par ailleurs, loin d'être un modèle parfait, l'approche de la primauté des actionnaires connaît également un grand nombre de lacunes et ne serait pas, comme les tenants de la théorie voudrait le faire croire, source de certitude. En l'absence de meilleure solution, le législateur et les sociétés s'en contentent. Au bout du compte, le débat n'est pas tant de savoir lequel des modèles devrait triompher mais lequel serait le plus adapté pour répondre aux nombreux défis qui se profilent.

En ce qui concerne la question du développement durable, la théorie des stakeholders semble proposer un modèle de gouvernance tout à fait adéquat pour l'intégrer concrètement dans les entreprises.

À défaut de se prononcer sur la question de l'intérêt social ou de proposer un cadre de gouvernance différent, le(s) législateur(s) en faveur de la voie de la soft law, laissant aux sociétés suffisamment de marge que pour encourager les initiatives volontaires, se gardant de priver les dirigeants de la liberté nécessaire pour mener à bien la gestion de leur société. Toutefois, il ne faudrait pas minimiser le travail accompli par l'Union européenne qui, progressivement, à coup de règlements et directives, semble ouvrir la voie à l'intégration de règles plus dures au sein de la gouvernance. Des notions telles que parties prenantes, développement et long-terme apparaissent plus souvent et avec davantage de conviction au sein de mesures plus concrètes. Parallèlement à un monde économique qui promeut toujours davantage la responsabilité sociétale des entreprises face à une société plus exigeante, la voie se dégage.

Bibliographie

Doctrine

- Abadie, P., « Section 1 - L'étendue du pouvoir décisionnel à l'aune d'une réflexion sur l'entreprise et l'intérêt social dans la doctrine américaine et française » in *Entreprise responsable et environnement*, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 599-635
- BLAIR M. M., *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington DC, The Brookings Institution, 1995
- BLAIR M., and STOUT L., "A Team Production Theory of Corporate Law", *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2 (Mar. 1999) pp. 248-328
- BLAIR M., STOUT L., "Specific Investment : Explaining Anomalies in Corporate Law", 2006, 31 *J. Corp L*, pp. 719-738
- BONNEAU T., « Chapitre III - Le développement durable » in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2018
- BORN C.-H., « Le développement durable : un "objectif de politique générale" à valeur constitutionnelle », *R.B.D.C.*, 2007/3, pp. 193-246
- BRULOOT D., DE WULF H., MARESCEAU K., "Hervorming vennootschapsrecht. Overzicht en evaluatie", *N.J.W.* 2018, pp. 414-429
- CAPRASSE O. ET AYDOGU R., *Les conflits entre actionnaires. Prévention et résolution*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 14
- CHAMPAUD, C., « Fondements, permanence et avenir de la doctrine de l'entreprise » in *L'entreprise dans la société du 21^{ème} siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013
- CLARKSON M. B. E., "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", *ACAD. MGMT REV.*, 20, 1995
- COOLS S., « La répartition juridique des pouvoirs au sein des sociétés d'Europe continentale et des sociétés américaines », *Rev. prat. Soc.*, 2007/2 - 1 février 2008, p. 196

- CORBISIER I., *La société : contrat ou institution ? Droits étasunien, français, belge, néerlandais, allemand et luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2011
- DAVIES P., *Gower's Principles of Modern Company Law* 6e éd., Londres, Sweet & Maxwell, 1997
- DAVIES P., *Introduction to Company Law*, Second Edition, Oxford, Oxford University Press, 2010
- DEAKIN S., SLINGER G. "Hostile Takeover, Corporate Law and Theory of the Firm", *Journal of Law and Society*, 1997, pp. 124-151
- DE CORDT, Y., « Les stakeholders dans les codes de corporate governance », *Rev. prat. Soc.*, 2005/1, Bruxelles, Bruylant, pp 54-93
- De CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociétale*. Academia-Bruylant : Louvain-la-Neuve, 2008
- DEMEUR P., «La notion de capital exprimé en relation avec le vote de l'actionnaire», *Revue pratique des sociétés civiles et commerciales*, 1952, p. 233
- DIEUX, X., LAMBRECHT, P., CAPRASSE, O., AUTENNE, A., AYDOGDU, R., DUPLAT, M., HANNOUILLE, A., LECLERCQ, D., LÉONARD, L., POTTIER, E., THUNGEN, R., WEEMAELS, E. ET WILLERMAIN, D., « Examen de jurisprudence (2010-2013) - Les sociétés commerciales (première partie) », *R.C.J.B.*, 2016/1
- DIEUX X., « Shareholdership v. Stakeholdership: what else? » in *Gouvernance d'entreprise: carcan ou clé du succès?* Bruxelles, Bruylant, 2010 p. 107-138
- FERELL A., LIANG H. AND RENNEBOOG, L., "Socially Responsible Firms". European Corporate Governance Institute (ECGI) - *Finance Working Paper*, August 2016, No. 432/2014. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2464561>
- FREEMAN, Edward R., *Strategic Management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984
- FREEMAN E. R. AND MCVEA J., "A Stakeholder Approach to Strategic Management" (2001). *Darden Business School Working Paper* No. 01-02. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=263511>

- FRIEDMAN Milton, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, 1970
- FRUG G. E., “The Ideology of Bureaucracy in American Law”, *97 Harvard Law Review*, 1984, pp. 1276-1311
- GRAVES S.B., S.A. Waddock Institutional Owners and Corporate Social Performance, *Academy of Management Journal*, vol. 37, n°4, pp. 1034-1046
- HU H., “New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation and the puzzle of Shareholder Welfare”, *Texas Law Review*, 1991, p. 1273
- KEAY, A. R., *Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?* (November 1), 2009. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1498065
- KEAY A. R., *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, London, Routledge, 2013
- KESTER G. W., (1992), “Industrial groups as systems of contractual governance”, *Oxford Review of Economic Policy*, 8(3), pp. 24-44
- KRÜGER P., “Corporate Goodness and Shareholder Wealth”, *The Journal of Finance Economics*, 2015, vol. 115, n° issue 2, pp. 304-329. <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:85431>
- LEE I., Efficiency and Ethics in the Debate About Shareholder Primacy. *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 2, 2006. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=910050>, p. 539
- LIPTON M., MIRVIS T., LORSCH J., The Proposed “Shareholder Bill of Rights Act of 2009”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2009, <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/05/12/the-proposed-shareholder-bill-of-rights-act-of-2009>
- MAHER M., ANDERSSON T., *Corporate governance: effects on firm performance and economic growth*, rapport de l’OCDE disponible via le lien suivant: <https://www.oecd.org/sti/ind/2090569.pdf>

- MACINTOSH J., “Designing an Efficient Fiduciary Law”, *University of Toronto Law Journal*, 1993, points 425 à 456
- MCCASKEY M., *The Executive Challenge*, Marshfield, Pitman Publishing Inc., 1982
- MCGUINNESS K., *Canadian Business Corporations Law*, 2^{éd.}, Toronto, Lexis Nexis, 2007
- MURRAY H., “Adopting Stakeholder Advisory Boards”, *American Business Law Journal*, Volume 54, Issue 1, 61–106, Spring 2017
- NERI-CASTRACANE G., *Les règles de gouvernance d’entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l’entreprise*, Genève, Schulthess, Collection Genevoise, 2016
- PETER H., JACQUEMET G., « Corporate Social Responsibility, Sustainable Development et Corporate Governance : quelle corrélation ? », *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, 2015, vol. 3, p. 170-188
- DE QUENAUDON R., *Droit de la responsabilité sociétale des organisations*, Bruxelles, Larcier, 2014
- ROUSSEAU S., « La Stakeholder Theory : émergence et réception dans la gouvernance d’entreprise en Amérique du Nord » in *L’entreprise dans la société du 21^{ème} siècle*, Bruxelles, Larcier, 2013
- ROUSSEAU S. ET ALLAIRE Y., *Gouvernance et parties prenantes : L’obligation du conseil d’administration d’agir dans l’intérêt de la société*, Institut sur la gouvernance d’organisations privées et publiques, 2014
- SCHOENMAKER Dirk, *Investing for the common good: a sustainable finance framework*, Brussels, Bruegel, 2017
- SCIULLI D., *Corporate Power in Civil Society – An application of Societal Constitutionalism*, New York/London, New York University Press, 2001
- VELASCO J., “Shareholder Ownership and Primacy”. *University of Illinois Law Review*, Vol. 2010, No. 3, September 2008, pp.897-956
<https://ssrn.com/abstract=1274244>
- VERDUSSEN M., « Introduction », in M. Verdussen (dir.), *La Constitution belge. Lignes et entrelignes*, Bruxelles, Le Cri, 2004

- WILLERMAIN D., « Les organes de la personne morale » in « Examen de jurisprudence (2010-2013) - Les sociétés commerciales (première partie) », *R.C.J.B.*, 2016/1
- WILLIAMSON O., “Assessing contracts”, *Journal of Law, Economics & Organization*, 1985
- ZINGALES L., In Search of New Foundations, *Journal of Finance*, 2000, pp.1623-1653

Actes législatifs

Belges

- Code des sociétés
- Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des Régions, Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014
- Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE, *J.O.U.E.*, L 182/19
- Directive 2004/25/CE Du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.* L 142/12
- Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.U.E* L 330/1
- Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE), *J.O.U.E.*, L 132/1

Canadiens

- Loi sur les sociétés par actions (« LSAQ »), L.R.Q., c. S-31.1 (adoptée le 1^{er} décembre 2009)

Jurisprudence

Belge

- 26 novembre 2013, T.R.V., 2014, p. 319
- Cass., 28 novembre 2013, *Pas.* 2013, p. 2384
- Cour de cassation de Belgique, *Rapport annuel*, 2013, p. 32

Canadienne

- *Pente Investment Management Ltd. c. Schneider Corp.*, 1998 CanLII 14808 (Ontario Court of Appeal)
- *Ontario Inc c. Harold Ballard Ltd.* (1991) 3 B.L.R. (2d) 123 (Cour Suprême de L'Ontario)
- *Magasins à rayons Peoples Inc. c. Wise*, 3 R.C.S. 461, 2004, Cour Suprême du Canada, 68
- *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, 2008 Cour Suprême du Canada, 69
- *Brassard c. Forget*, 2010 QCCS 1530 (CANLII) (Cour supérieure du Québec)

Américaine

- *Smith c. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985) (Supreme Court of Delaware)

Sources internet

- OECD.Stat –
http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE1&Lang=fr#
- United Nations sustainable development goals –
<https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

- La durabilité a un visage et un nom, La Libre Belgique, 28 janvier 2012, disponible à l'adresse : http://actualite-economique.lalibre.be/_libre-entreprise/lenovo-pme-petites-entreprises-secteur-d-activite.html
- Rapport de l'USSIF Foundation - The impact of Sustainable and Responsible Investment, June 2016, https://www.ussif.org/files/Publications/USSIF_ImpactofSRI_FINAL.pdf
- Rapport CSR Monitor 2018, disponible à l'adresse : <https://fr.csrmonitor.be/>
- Stratégie nationale de transition écologique vers un développement durable 2015-2020, <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/SNTEDD%20-%20La%20strat%C3%A9gie.pdf>
- Boursorama – Qu'est-ce que l'ISR ? <https://www.boursorama.com/bourse/isr/presentation/>
- Forum for Sustainable and Responsible Investment - SRI Basics <https://www.ussif.org/sribasics> 7
- Candriam, Investors group – Sustainable and responsible investments <https://www.candriam.com/en/professional/funds--solutions/our-expertise/SRI2/>
- E. LACHETEAU, I. EID, *Cautionnement et intérêt social / décryptage de la jurisprudence récente*, article publié sur Les Echos EXECUTIVES, le 7 décembre 2015. Disponible à l'adresse : <https://business.lesechos.fr/directions-juridiques/partenaire/partenaire-497-cautionnement-et-interet-social-decryptage-de-la-jurisprudence-recente-205322.php>

Autre

- Commission mondiale pour l'environnement et le développement, « Notre avenir à tous », 1987