

DR 06019

ONE SHARE - ONE VOTE,
LE NOUVEAU SAINT GRAAL

VIVIANE DE BEAUFORT

DÉCEMBRE 2006

ESSEC

CENTRE
DE RECHERCHE

One share-One vote, le nouveau Saint Graal

Viviane de BEAUFORT

Abstract:

More than one third of companies listed in the FTSE EUROFIRST 300 index are governed accordingly to principles differing from the One share – One vote standards.

These exceptions could be illustrated by several practices such as Scandinavian multiple voting shares, non voting shares as seen in some State members as authorised by European Directives, French double voting shares, “golden shares” concerning recently privatized firms, or even preference shares as observed in Holland. Such variety can be explained by the fact that “control rights” and “cash-flow rights”, understood as essential to the company's activities, are distinctly considered in the shareholder practices.

The question at stake is to know if the application of the One share – One vote as a European standard would be justified with regard to European Law, including its underlying principles, and to economic efficiency in general. Indeed, One share – One vote enthusiasts affirm that this rule participates to corporate democracy and contributes to increases firms' performance. The aim of our study is to determine whether these principles are reached or not.

As a preliminary remark, we can notice that the European Commission intervention is questionable.

First, its competence, and therefore the legality of a potential action, is not obvious. Indeed, owing to the subsidiarity principle and the article 48.2: (“co-ordinating to the necessary extent the safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies or firms, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community”) and the European Parliament position concerning the Takeover Directive, the legitimacy of the European Commission in this case is undoubtedly compromised.

Then, the application of One share - One vote, by the cancellation of certain rights attached to a share, would violate a democratic principle, founder of the European Union, and dedicated by Member States Constitutions, known as private property. It would have, as a result, an unjustified, not compensable and therefore, illegal expropriation.

We also have to question ourselves concerning the concept of corporate democracy and its consequences on Europeans companies. Unquestionable at first glance, is the notion of democracy transposable it in corporate Law? Is it only referring to a strict equality between shareholders or rather intents to limit unequal situations and therefore, prevent dominant shareholders from unilaterally capturing the company's performance?

The respect of principles such as equity, shareholders general interest and company's interest, combined with transparency rules and protection of minority shareholders leads us to favour the second supposition.

Finally, we underline that the ultimate argument relating to efficiency as a result from the strict application of the One share – One vote rule, is tempered by economical studies and by the practice observed in several State members.

The One share - One vote rule could definitely be necessary for market readability purposes. But, some exception to this rule might be justified with regard to the company's interest. Therefore, some flexibility principles should remain. A dogmatic approach focused on shareholders, or certain type of shareholders, would disadvantage the development of the internal market and could not be justifiable on a legal ground.

We believe that promoting corporate democracy requests an enhancement of transparency with a better bordering of existing practices and a strengthening of minority shareholders (by improving an “upper standard” harmonization).

Keywords: Corporate Governance, One share-One vote, Shareholder Democracy

Résumé :

Plus d'un tiers des entreprises référencées dans l'index FTSE EUROFIRST 300 sont régies selon des techniques différant de la stricte application du principe « One share – One vote ».

Une application stricte de la règle One share – One vote au niveau européen peut elle être justifiée du point de vue du droit institutionnel européen et du point de vue de l'efficacité économique et de l'équité juridique, bref au nom d'une bonne gouvernance de l'entreprise et du développement du marché financier ?

La recherche d'une stricte et univoque égalité des voix ne semble pas pouvoir se justifier par un argument d'efficacité économique : les études et la pratique observée dans les États membres permettent, en effet, d'exprimer des doutes sérieux sur le caractère optimal de la règle du point de vue économique.

La règle « One share – One vote » est sûrement souhaitable pour des raisons de lisibilité du marché, soit ; des exceptions doivent pouvoir se justifier dans l'intérêt de l'entreprise ; ainsi, une certaine souplesse d'application reste plus que jamais justifiée.

Mots-clés : Démocratie actionnariale, Gouvernance d'entreprise, Un titre-une voix

JEL Classification: K00, H00

One share – One vote, le nouveau St. Graal?

Viviane de Beaufort

Propos introductif :

Après le débat intervenu lors de la directive OPA (13è) au Parlement européen, débat qui a permis de décider que la légitimité des dispositifs protecteurs d'OPA était une question complexe qui en l'état pouvait être laissée à l'appréciation des Etats-Membres (article 12) bien que le texte s'accorde clairement à reconnaître la vertu du libre jeu des Offres publiques d'acquisition, le commissaire Charles Mac Greevy a souhaité faire réétudier la question particulière du "one share-one vote".

La démocratie actionnariale requiert-elle que le principe "un titre-une voix" soit observé de manière univoque et sans exceptions à échelle de l'Union européenne? Y a-t-il des éléments juridiques ou/et économiques qui permettent de décider de la pertinence d'une initiative communautaire en la matière?

Et si une telle initiative devait être, la question soulève une question plus large, celle de la légitimité de la dissociation éventuelle entre contrôle et capital et s'inscrit dans un contexte d'amélioration de la gouvernance d'entreprise.

La Commission peut-elle "décréter" que les systèmes de gouvernance qui acceptent sous certaines conditions cette dissociation sont de "mauvais" systèmes portant atteinte à la démocratie actionnariale et ainsi faire un choix politique qui n'a pas été fait au Parlement européen en faisant primer la seule logique des investisseurs?

La recherche de la transparence et d'une meilleure protection des droits des minoritaires, piste sur laquelle la Commission s'est déjà engagée avec un certain succès, n'est-elle pas une piste plus pertinente qu'imposer une règle uniforme en matière de dissociation capital/ contrôle qui ne correspond pas à la réalité des besoins des entreprises et sans doute pas à celui de l'ensemble des actionnaires?

Plan de la communication

1/ De la compétence de la Commission à intervenir sur le débat « un titre-une voix »

- 1.1. Défaut de légitimité- le débat a eu lieu au PE lors de la directive OPA
- 1.2. Défaut de base légale- application du principe de subsidiarité (art 48.2)
- 1.3. Atteinte au droit de la propriété en contradiction avec l'article 295

2/ Etat des lieux : Quelle est la pratique juridique des Etats-Membres en matière de « un titre/ une voix » ?

- 2.1. Statistiques tirées de l'Etude DEMINOR publiée en mars 2005¹ complétée d'une approche des dispositifs des Etats-Membres (tableau 1)
- 2.2. Etude comparative des dispositifs légaux ou issus des codes de gouvernances -

3/ Débat sur le concept de « Démocratie Actionnariale »

- 3.1. Les acquis positifs du concept de « démocratie actionnariale »
- 3.2. Discussion : la loi réalise-t-elle l'Egalité des actionnaires ou s'efforce-t-elle de limiter les situations excessivement inégalitaires ?
- 3.3. Respecter le concept de démocratie actionnariale en s'accordant pour accentuer la transparence et les droits des minoritaires

Propos de Conclusion : opter pour une flexibilité dans la régulation du marché en améliorant encore les règles de transparence et la protection des minoritaires à l'échelle européenne, de manière à laisser le marché décider.

¹ "Application on one share-one vote principle" by Deminor, march 2005, commissioned by the Association of British insurers - www.deminor-rating.com

1/ De la compétence de la Commission à intervenir sur le débat « un titre-une voix » (débat en droit institutionnel)

Rappelons que plusieurs auteurs, dont A. Khachaturyan² ont mis en exergue le fait que la Commission Européenne omet de justifier sa légitimité à agir, au regard des principes essentiels de subsidiarité et de proportionnalité. Rien ne permet en effet de démontrer que les Etats membres ne sont pas à même de parvenir à la démocratie actionnariale (« shareholder democracy ») souhaitée dans leur Etat; à leur échelle et en respectant les particularités de chaque système national

Ce concept de démocratie actionnariale, très attractif s'il en est n'a pas fait l'objet d'une définition claire par la Commission. En quoi la règle « one share-one vote » est elle plus efficace que les mécanismes actuellement en place qui autorisent des dissociations entre droit de vote et droit au profit attachés au titre? Les actionnaires, recherchant par nature à maximiser la valeur de l'entreprise, auraient opté pour ce système s'il était à même d'optimiser leur investissement initial. Une règle uniforme n'apparaît pas « ex-abrupto » comme celle répondant le mieux aux exigences du marché. Les arguments sur la fluidité du marché et la possibilité de contrôler le management restent valables mais ne justifient pas à eux seuls une approche dogmatique

1.1. Défaut de légitimité-le débat a eu lieu au PE lors de la directive OPA

Le débat sur le « one share-one vote » a eu lieu lors de l'adoption de la Directive OPA, notamment à propos de la légitimité des dispositifs préventifs d'offre d'acquisition hostile (article 11). Le Parlement Européen s'est exprimé, et a voté un article 12 qui consacre le principe de subsidiarité : article dit d'opting out qui laisse les Etats décider et éventuellement chaque entreprise décider de la meilleure structure de capital.

Le texte en revanche met en exergue la nécessité d'une transparence sur le sujet, dans l'article 10 (voir-ci-après)

Extraits du débat au PE :

- 20 février 2003¹ AVIS DE LA COMMISSION DE L'EMPLOI ET DES AFFAIRES SOCIALES dont le Rapporteur était Ieke van den Burg.: « ...la grande majorité des fusions et acquisitions de ces deux dernières décennies n'ont pas produit de valeur économique ou une puissance de marché rémunératrice et se sont soldées par un bilan négatif (Cf. par exemple le Professeur Hans Schenk, qui enseigne aux universités de Tilburg, de Rotterdam (université Erasmus) et d'Utrecht, <http://go.to/hans.schenk>).

Dans la plupart des cultures des États membres continentaux, les sociétés, enregistrées ou non, ne sont pas simplement la propriété des actionnaires: elles ont une fonction sociale plus large. Imposer, via cette directive, un modèle "taille unique" de prise de décision, qui enfreindrait considérablement leurs traditions en matière de droit des sociétés ... n'est pas souhaitable....

Amendement 1 Considérant 3 bis (nouveau)

Les traditions des États membres en matière de droit des sociétés devraient être respectées en particulier en ce qui concerne la relation entre propriété et contrôle.

-30 avril 2003 AVIS DE LA COMMISSION DE L'INDUSTRIE, DU COMMERCE EXTÉRIEUR, DE LA RECHERCHE ET DE L'ÉNERGIE (COM(2002) 534 – C5-0481/2002 – 2002/0240(COD))-Rapporteur pour avis: Giles Bryan Chichester : « la présente directive ne régit pas les règles d'entreprise fondamentales des États membres s'appliquant aux relations entre la propriété et le contrôle. En conséquence, les règles régissant l'influence des conseils d'administration et le système d'actions dits à droits de vote multiples ne sont pas visés par la présente directive »

1.Khachaturyan, One Share One Vote Controversy in the EU,in EPF survey : One universal model or tailored equity structures ? June 2006.

1.2. Défaut de base légale - application du principe de subsidiarité (art 48.2)

L'article 48.2 prévoit l'harmonisation du droit des sociétés dans la mesure où cela est nécessaire pour assurer la protection des associés et des tiers et assurer la liberté d'investissement. Il n'a pas été démontré qu'harmoniser des pratiques, jusqu'ici différentes d'un Etat à l'autre en droit des sociétés, est nécessaire. (voir tableau comparatif 2).

Cf. CJCE C376/98 ALLC/PE & CONSEIL 2000 & C491/01 THE QUEEN V. BRITISH AMERICAN TOBACCO LTD 10/2/02

L'intérêt général communautaire constitue une norme de justification d'intervention : la notion permet de renforcer les prérogatives des institutions communautaires dans des domaines traditionnellement nationaux. Cette notion ne semble pas pouvoir être invoquée ici pour justifier l'intervention d'une norme instituant un principe strict « one share-one vote », car dans son approche de la notion, la C.J.C.E cite :

Des « exigences impératives » (C.J.C.E., 20 février 1979, Rewe-Zentral AG (Cassis de Dijon), aff. 120/73, rec. p. 649) ou « impérieuses » (C.J.C.E., 4 décembre 1986, Commission c/ France, aff. 220/83, rec. p. 3663.), qui ne sont pas pertinentes en l'espèce.

1.3. Atteinte au droit de la propriété en contradiction avec l'article 295

Le droit de la propriété est consacré par l'article 295 du Traité de l'UE. Il est proclamé également par l'art 17 de la Charte Européenne des droits fondamentaux et l'ECHR 1^{er} protocole: l'expropriation qui résulterait de l'annulation des droits de vote multiple est une atteinte constitutionnelle qui ne saurait être justifiée que par un motif d'ordre public tel que légalement accepté par les Principes Généraux du droit CEE. : CJCE C44/79 HAUER V. LANDREULAND-PFALZ

Cette expropriation ne saurait être dûment compensée (comme cela a été proposé dans le rapport LAMANDINI, lors de la discussion sur la directive OPA ou lors des débats au PE), car comment compenser la perte du contrôle de l'entreprise ?

On ne saurait à cet égard faire un parallèle avec le dispositif de « squeeze-out » en droit boursier qui permet au détenteur de 90 à 95 % des titres (selon les Etats-voir article 15 de la directive OPA) de racheter les titres des actionnaires minoritaires à un prix équitable. Car de fait, pour le squeeze-out, c'est la situation de contrôle très majoritaire qui permet au nom de l'intérêt de l'entreprise et, sans doute du minoritaire (qui n'a aucun intérêt à demeurer dans ladite société en position très minoritaire) d'exproprier ainsi l'actionnaire.

Dans le cas qui nous occupe, il s'agit d'une expropriation du contrôle précisément et qui ne se justifie pas par l'intérêt de l'entreprise. Le fait que la modification de la 2^{de} directive³, intervenue très récemment n'ait finalement pas retenu l'hypothèse d'un droit de « retrait obligatoire » et de « rachat obligatoire » dans les sociétés cotées, en dehors des cas couverts par la 13^{ème} directive, parce que plusieurs Etats ont refusé de généraliser cette expropriation des minoritaires confirme notre position.

2/ Etat des lieux : Quelle est la pratique juridique des Etats-Membres en matière de « un titre/ une voix » ?

2.1. Statistiques tirées de l'Etude DEMINOR publiée en mars 2005⁴ complétée d'une approche des dispositifs des Etats-Membres (tableau 1)

Le 1^{er} tableau regroupe des statistiques sur la diversité actuelle des instruments qui structurent l'actionariat à travers l'Europe. Il met en lumière, pays par pays, l'application du principe « one share one » vote et les exceptions pratiquées par les entreprises européennes, répertoriées dans l'indexe FTSE Eurofirst 300. - 65% des entreprises étudiées appliquent le principe one share-one vote, ce qui

³ DIRECTIVE 2006/68/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital

⁴ «Application on one share-one vote principle» by Deminor, march 2005, commissioned by the Association of British insurers - www.deminor-rating.com

laisse la part belle aux exceptions et ce, d'autant plus que dans les nouveaux Etats-membres elles sont monnaie courante-

Petit rappel sur les techniques de dissociation :

Les droits de vote multiples consistent à attribuer des droits de votes différents selon les types d'action. Cette pratique concerne 20% des entreprises étudiées.

Les actions non préférentielles sans droit de vote concernent 4% des entreprises étudiées et se traduisent en une simple détention financière dépourvue de tout pouvoir d'implication dans la gestion de l'entreprise.

Le plafonnement des droits de vote est un instrument qui limite le droit de vote des actionnaires à un seuil prédéfini quelque soit le nombre d'actions détenues ; 10% des entreprises étudiées adoptent ce fonctionnement.

Le plafonnement du nombre d'actions détenues est une technique qui interdit aux investisseurs potentiels de détenir plus d'un pourcentage préétabli de parts. Elle est utilisée par 5% des entreprises étudiées,

Les actions prioritaires ou préférentielles permettent d'attribuer des pouvoirs de décision spécifiques (nomination des dirigeants le plus souvent) à certains actionnaires sans considération du nombre d'actions qu'ils détiennent. Cette pratique concerne 4% des entreprises étudiées.

Les golden shares sont des actions détenues par un gouvernement lui donnant un droit de veto sur les questions importantes, notamment les nouveaux investisseurs. Ces actions sont présentes par 2% des entreprises étudiées, récemment privatisées.

Enfin, le depositary receipt est un instrument utilisé par les entreprises allemandes et hollandaises qui détache le droit de vote de la personne propriétaire des parts pour l'attribuer à une fondation. 2% des entreprises étudiées ont cette pratique.

THEMES	Royaume -Uni	France	Allemagne	Suisse	Italie	Espagne
Appliquant le One Share One Vote	88%	31%	97%	59%	68%	59%
Catégorie s d'actions	6 +	4	Une	2	6 +	Une
Actions préférentie lles sans droit de vote	20%	2%	24%	0%	36%	0%
Type d'exceptio ns *	1.ANPSD 2. PAD 3.Action prioritaire	1. DVM 2. PDV 3.Action prioritaire	1. PDV 2. - 3. -	1. PDV 2. DVM 3.ANPSDV	1. PAD 2. PDV 3. -	1. PDV 2. - 3. -
Vote multiples	1%	64%	0%	12%	0%	0%
Actions sans droit de vote	5%	2%	0%	6%	0%	0%
Plafond droits vote	3%	19%	3%	35%	8%	41%
Plafond actions détenues	5%	2%	0%	0%	28%	0%
Actions prioritaires	4%	5%	0%	0%	0%	0%

Golden shares	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Depositary receipt (bons de dépôt)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SUITE	Belgique	Pays-Bas	Suède	Autres	Moyenne des entreprises européennes	
Principe One Share One Vote	100%	14%	25%	69%	65%	
Nombre catégories d'actions	Une catégorie	6 +	6 ou plus	6 ou plus	6 ou plus	
Entreprises utilisant les actions préférentielles sans droit de vote	0%	0%	0%	8%	12%	
Type d'exceptions *	Aucune	1. DVM 2. Action prioritaire 3. Depositary receipts	1. DVM 2. PDV 3. -	1. PDV 2. DVM 3. PAD	1. DVM 2. PDV 3. PAD	
droits de vote multiples	0%	67%	75%	8%	20%	
Actions non préférentielles sans droit de vote	0%	0%	0%	6%	3%	
Entreprise pratiquant le plafonnement des droits de vote	0%	0%	6%	11%	10%	
plafonnement du nombre d'actions détenues	0%	0%	0%	8%	5%	
Actions prioritaires	0%	29%	0%	0%	4%	
Golden shares	0%	10%	0%	3%	2%	
depositary receipts	0%	24%	0%	0%	2%	

DVM: droits de vote multiples

PAD: plafonnement du nombre d'actions détenues

PDV: plafonnement des droits de vote

ANPSDV : actions non préférentielles sans droit de vote

2.2. Etude comparative des dispositifs légaux ou issus des codes de gouvernances
25 Etats Membres de l'UE + USA pour comparaison (tableau 2⁵)

<p>Allemagne</p>	<p><u>Le principe :</u> « pro Aktie eine Stimme » : une action, une voix. Le code de gouvernance En 2002, le Corporate Governance Kodex <u>Article 2.1.1 du code de gouvernement d'entreprise allemand</u> dispose que « par principe, chaque action donne droit à une voix. Les actions à droit de vote plural ou prioritaire (« actions en or » ou « Golden Shares ») et les limitations des droits de vote n'existent pas ».</p> <p><u>Loi sur les actions et sociétés par actions</u> Le droit de vote est réglementé par les paragraphes 134 à 137 de l'<u>Aktiengesetz</u> (Lois sur les actions)..</p>	<p>Die Vorzugaktien (action à dividende prioritaire). L'entreprise peut distribuer des actions de préférence sans droit de vote, jusqu'à 50 % du capital action enregistré en échange d'un droit préférentiel au dividende.</p>
<p>Autriche</p>	<p>Principe du one share –one vote</p>	<p>Pas d'élément trouve a ce jour en attente vraisemblablement proche Allemagne</p>
<p>Belgique</p>	<p><u>Article 476 du Code des sociétés belge :</u> application du principe « one share one vote ».</p>	<p>Cependant, certaines actions peuvent ne pas être assorties du droit de vote en échange de dividendes prioritaires et les statuts prévoir d'autres dispositions.</p>
<p>Chypre</p>	<p><u>D.2.1 Code de Gouvernance d'Entreprise :</u> Les actionnaires détenteurs d'une même catégorie d'actions doivent être traités de manière égale et détenir un droit de vote équivalent.</p>	
<p>Danemark</p>	<p>Des droits égaux doivent être attachés à toutes les actions de la société (<u>Article 17 du Code danois sur les sociétés cotées</u>)</p> <p>Chaque action doit comporter des droits de vote (<u>Article 67-1 du Code danois sur les sociétés cotées</u>)</p>	<p>Cependant, les statuts d'une société autorisent cette dernière à avoir plus d'une catégorie d'actions ; les statuts doivent clairement établir les différences entre les catégories d'actions ainsi que la taille de chacune de ces catégories. Les statuts de la société peuvent autoriser des droits de vote attachés à certaines catégories d'actions soient augmentés dans la limite de 10 fois les droits de vote accordés à une autre catégorie d'action de valeur nominale équivalente.</p>
<p>Espagne</p>	<p><u>Décret Royal sur les sociétés anonymes 1564/1989, 1989</u> - <u>Article 47</u> - <u>Article 48</u> - <u>Article 50</u> <u>Code de Gouvernance Olivencia</u> retient en principe «une action, un vote». <u>Les articles 47 et 48</u> précisent que les actions représentent une part du capital social et confèrent à son titulaire légitime des droits reconnus par les statuts dont au minimum ceux de participer à la distribution des</p>	<p><u>L'article 50</u> donne la possibilité d'émettre des actions sans droit de vote et à dividende privilégié dans la limite de la moitié du capital. Les actions peuvent être divisées en plusieurs catégories conformément à leurs valeurs, à la nature des droits qui leurs sont rattachés, ou des deux. Les actions peuvent avoir des droits de vote différents et des manières différentes de percevoir les dividendes.</p>

⁵ Ce tableau a été finalisé grâce au travail d'une équipe d'étudiants du M2 de Juriste d'affaires de l'Université Paris Sceaux-voir en annexe.

	résultats, de souscrire de manière préférentielle a l'émission de capital, le droit d'assister et de voter aux Assemblées Générales.	
Estonie	Le principe du traitement équitable entre actionnaires impose le respect d'un droit de vote strictement proportionnel.	La loi accepte les actions sans droit de vote à dividendes privilégiés dans la limite d'un tiers du capital et des « golden shares » qui attribuées à certains actionnaires, souvent fondateurs, leur attribuent des droits de vote préférentiels pour certaines décisions.
Finlande	Toutes les actions contiennent un nombre égal de voix (<u>Loi finlandaise sur les sociétés</u>) Il n'existe pas de restriction concernant la mesure relative au pouvoir de vote de chaque action (<u>Réforme Loi sur les sociétés</u>)	Des droits de vote non proportionnels peuvent être stipulés dans les statuts (Code de gouvernance des sociétés non cotées) - De même, la différenciation entre les actions est admise tant qu'elle est stipulée dans les statuts. - Le nombre de votes attachés à une action ne peut pas représenter plus de 20 fois le nombre de votes attachés à une autre action - Il est également possible d'avoir des actions sans aucun droit de vote (mais toutes les actions d'entreprises ne peuvent pas bénéficier de cette exception). De même, il est possible d'exclure tout droit de vote pour des actions identifiées et ce pour des raisons spécifiques.
France	Principe de proportionnalité : A capital égal, vote égal. <u>L. 225-122 code de commerce</u> : le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quotité de capital représenté.	<u>L'art.225-122 code de commerce</u> permet que les statuts limitent le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, à condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions, sans distinction de catégorie. <u>L'art.225-123 code de commerce</u> pose les conditions auxquelles des actions peuvent être dotés d'un DOUBLE droit de vote <ul style="list-style-type: none"> ▪ Decision des statuts ou par assemblée générale extraordinaire. ▪ les actions entièrement libérées et faire l'objet d'une inscription nominative depuis deux ans (4 ans selon statuts) au nom d'un même actionnaire. ▪ les statuts peuvent prévoir de réserver ce droit de vote double aux actionnaires de nationalité française ou aux ressortissants des Etats Membres. <u>L'art. 228-35-2 code de commerce</u> prévoit des actions à dividende prioritaire sans droit de vote
Grèce	- <u>Loi 2190/1920 sur les sociétés anonymes</u> : - <u>Article 30, § 1</u> - <u>Rapport Mertzanis L'article 30, § 1</u> établit le principe fondamental d'équitable répartition des droits de vote issus des actions (une action recouvre un vote). Ainsi, aucune action ne peut être privée et ce par aucun moyen du droit de vote qui y est rattaché et tout clause dans les statuts limitant ce droit est nul et réputé non écrit.	Cependant des actions préférentielles sans droits de vote peuvent être émises de manière illimitée. Les sociétés enregistrées à la Bourse d'Athènes ne peuvent toutefois émettre des actions préférentielles qu'à hauteur de 40% des actions ordinaires.
Hongrie	Les droits de vote sont proportionnels à la	Les statuts de la société peuvent prévoir que

	participation financière des apporteurs. Les types d'actions qui peuvent être émises incluent les actions ordinaires et les actions de préférence.	les porteurs d'actions ordinaires ont des droits différents. Des actions de préférence peuvent être émises pour un maximum de 50% du capital d'une société cotée car au moins 50% du capital de ces sociétés doit être constitué d'actions ordinaires. Les droits attachés aux actions de préférence doivent être spécifiés. Les actions de préférence avec droit de vote multiple ne peuvent concéder plus de dix fois le droit de vote normalement attaché à l'action.
Irlande	« one share one vote » : Toutes les actions d'une même catégorie ont un droit de vote équivalent.	A défaut puisqu'elles sont autorisées car ni la loi ni le Irish Stock Exchange n'interdit les limitations au droit de vote, ni les actions à droit de vote multiple.
Italie	<u>Décret législatif No. 58/1998, amendé par la Loi 262/2005</u> ("Dispositions pour la protection de l'épargne et la régulation des marchés financiers: Art 145 et suivants. <u>Code Civil</u> , Livre V, Chapitre V (« des sociétés ») : article 2346 et suivants. Pour ce qui est des sociétés cotées, les droits de vote s'appuient généralement sur le principe "une action, une voix" et la Loi prohibe expressément l'émission d'actions portant des droits de vote multiples.	Les statuts permettent la création d'actions sans droits de vote, à droits de vote pour certaines décisions seulement ou à droits de vote subordonnés à l'accomplissement de certaines conditions dépendant simplement de l'exercice de droits individuels, dans la limite de la moitié du capital ; Les détenteurs d'actions avec droits de vote peuvent participer aux assemblées d'actionnaires, y compris les actionnaires détenant l'usufruit des actions ainsi que les bénéficiaires d'une promesse. Le promettant et l'actionnaire qui se séparent de l'usufruit ont la possibilité d'assister à l'assemblée des actionnaires mais perdent leurs droits de vote. De plus, à moins que les statuts ne le prévoient, les certificats d'investissement (azioni di godimento) cédés aux porteurs d'actions échangeables n'ont pas de droit de vote en assemblée.
Lettonie	Principe du « one share one vote »	Selon statuts
Lituanie	Le droit des sociétés établit la règle du « one share one vote »	<u>Le Code des sociétés</u> autorise le recours aux actions de préférence dans la limite du tiers du capital de la société.
Luxembourg	<u>Article 37 de la loi du 10 août 1915 relative aux sociétés commerciales</u> : application du principe « one share one vote ».	Les statuts déterminent les droits qui sont attachés aux actions.
Malte	<u>Combined Code of Governance</u> : - Recommendation 11.5 : Le conseil d'administration doit s'assurer que tous les actionnaires détenteurs d'une même catégorie d'actions soient traités de façon identique.	
Norvège	La société ne peut avoir qu'une seule catégorie d'actions (<u>Code de Gouvernance norvégien, Recommandation 4-1</u> : « <i>Equal treatment of shareholders and transactions with close associates</i> ») et (<u>Loi sur les sociétés cotées</u>)	les statuts peuvent stipuler qu'il existe différents types d'actions, plusieurs (<u>Asal. § 4-1 et Loi sur les sociétés</u>).
Pays-Bas	<u>Peters Report, Recommandation 5.1 & Livre 2 du Code civil (le DCC)</u> Le principe général est celui de la proportionnalité entre l'influence et l'apport en capital. Le principe est « une action, un	Dans certains cas, les actions prioritaires et les certificats d'actions peuvent être justifiés. (<u>Recommandation 5.1.1</u>) Une entreprise peut dans certaines situations limiter l'exercice des droits de vote des

	vote »	actionnaires à un certain pourcentage du total des votes.
Pologne	<u>Le Code des sociétés commerciales CSC prévoit le principe UN titre/ une voix</u>	<p><u>Art 353</u> du CSC : actions sans droit de vote qui peuvent bénéficier d'une priorité dans la distribution de dividendes ;</p> <p><u>L'art.352</u> du CSC prévoit des actions à droits de vote multiple, nominatives. Elles attribuent deux droits de vote par action (toutefois les actions attribuant plus de cinq droits de vote, au maximum, créées avant l'entrée en vigueur du CSC le 1 janvier 2001 demeurent valables) ;</p> <p>Sont interdites les actions conférant à un actionnaire un pouvoir déterminant dans la société ou lui accordant un droit de veto dans les assemblées (dénommées «golden shares»).</p> <p>Les statuts peuvent prévoir un droit spécifique de nommer ou de révoquer des membres des organes sociaux, réservé à des Actionnaires.Ces privilèges sont attachés à la personne de l'actionnaire, et non à l'action, donc non cessibles.</p> <p><u>L'article 354 du CSC</u> un droit de nommer ou révoquer des dirigeants, bénéficiers de prestations déterminées de la part de la société, de conférer à l'actionnaire un droit de vote double, une majoration de dividende dans la limite de 50 % de celui versé aux titulaires d'actions non privilégiées, un droit d'information renforcé, un droit d'acheter certains produits de la société à un prix prédéterminé, etc.</p>
Portugal	<p><u>Décret/Loi 262/86</u> du 2 Septembre 1986 ("Code des sociétés")+ <u>Décret/Loi No. 142-A/91</u> du 10 Avril 1991</p> <p><u>Recommandations sur la Gouvernance d'entreprise</u> par la Commission Portugaise des instruments financiers (pas de force obligatoire) : § 5</p> <p>Les statuts de la société peuvent prévoir qu'un vote correspond à un certain nombre d'actions à condition que toutes les actions soient justifiées et qu'il y ait au moins une voix pour 1000 actions du capital social.</p> <p>Tout pacte d'actionnaire concernant l'exercice de droits au sein de la société doit être porté à la connaissance des actionnaires;</p> <p>La <u>Recommandation 4</u> de la Commission Portugaise des Marchés Financiers (CMVM) préconise qu'une indication sur toutes les restrictions à l'exercice des droits de vote, que les droits spéciaux de chaque actionnaire et les pactes d'actionnaires soient portés à la connaissance de la société.</p>	<p>Les statuts peuvent fixer une limite aux nombres de droits de vote qu'un actionnaire peut exercer que ce soit en son nom ou par procuration. Ils peuvent autoriser l'émission d'actions sans droit de vote dans la limite de 50% du capital. Avec un dividende préférentiel. Si le dit dividende n'est pas versé pendant deux années, cette catégorie d'actions retrouve ses droits de vote jusqu'à ce que le dividende soit payé.</p> <p>Des droits prioritaires sur le vote, la distribution de dividende ainsi que sur le boni de liquidation peuvent être accordés. Les droits prioritaires ne peuvent être modifiés sans l'accord de la majorité des actionnaires affectés par cette mesure. Il est interdit à un actionnaire prioritaire de détenir plus de 10% des droits de vote totaux de la société ;</p>
République Tchèque	<u>Le Code de commerce</u> reconnaît deux types d'actions : les actions ordinaires et les actions de préférence.Des droits identiques sont attachés à chaque type d'action. Lors de l'assemblée générale le principe du « one	Les statuts de la société peuvent prévoir de limiter le nombre maximum de vote d'un seul actionnaire.

	share one vote » est appliqué.	
Royaume-Uni	Article 32 du <u>Dunham Bridge Act</u> 1994 pose le principe de « one share one vote », puisque lors des assemblées générales, chaque actionnaire détenteur d'une action ordinaire a droit à un droit de vote correspondant à une action détenue.	Actions à droit de vote multiple. Actions auxquelles sont attachées la possibilité de bloquer des fusions acquisitions (golden share). « one shareholder one vote » : pratique autorisant les votes à main levée lors d'assemblées générales.
Slovaquie	Principe legal du one share one vote	Pas d'élément trouve a ce jour en attente
Suède	Chaque action doit contenir des droits de vote (<u>Code de Gouvernance Suédois</u>) Chaque action représente le même nombre de droits dans la société (<u>Chapitre 4 de la Lois sur les sociétés 2006:551</u>).	Des actions à droits de vote multiples sont autorisées par les statuts de la société. Aucune action ne peut contenir plus de 10 fois les droits de vote inclus dans toute autre catégorie d'action. De même, une société peut émettre des bons de participation, considérés comme des actions sans droit de vote.
États-Unis	En 1926, le NYSE interdit les classes d'action différentes. En Juillet 1988, la SEC adopta la <u>Règle19c-4</u> (Statut Fédéral) qui proclame la règle one share-one vote	La <u>Règle19c-4</u> accepte des exceptions à partir du moment où celles-ci n'appellent pas de comportements intéressés des dirigeants et sont instituées en toute transparence. (De fait depuis les années 80, plusieurs sociétés cotées introduisent dans leurs statuts des classes d'actions différenciées.)
Bulgarie	(En attente)	
Roumanie	(En attente)	

3/ Débat sur le concept de « Démocratie Actionnariale »

Un tel concept ne peut que rallier l'ensemble de l'opinion. Qui n'est pas pour la démocratie? Qui dès lors ne revendique pas la démocratie à échelle de l'actionariat, principe qui s'inscrit dans le cadre de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise ?

La presse a d'ailleurs largement repris le concept sans s'interroger plus avant sur sa portée et ce qu'il recouvrait.⁶ Or, cette expression utilisée plus d'une fois par le commissaire Charles Mc Greevy recouvre un champ d'application à géométrie variable.

3.1. Les acquis positifs du concept de « démocratie actionnariale »

Qu'au nom de la démocratie actionnariale, des progrès soient faits sur les règles et les moyens de participation des actionnaires à la vie de l'entreprise, est une chose utile et souhaitable. Dans cette ligne d'action, se situe le projet de directive sur la participation des actionnaires non résidents. L'effort de clarification des règles de délégation de vote, de participation à distance etc. vont dans le bon sens.

De même qu'au nom de la démocratie actionnariale, les dirigeants soient amenés à rendre des comptes en toute transparence est une condition nécessaire à une bonne gouvernance. Les modifications des directives en droit des sociétés - dites comptables (4è, 7è, 8è), la Recommandation sur la responsabilité des dirigeants et l'article 10 de la directive OPA sur le rapport de gouvernance et la structure du capital et du contrôle vont dans ce sens.

La transparence permet au marché de décider d'approuver ou de censurer une stratégie ou une décision en connaissance de cause, en investissant ou non. Il s'agit de faire jouer au mieux le mécanisme dit « du contrôle du marché » que la Commission prône avec une certaine logique et qui permet en effet le développement du marché boursier en créant de la confiance auprès des investisseurs ;

⁶ Les Echos du 6avril 2005C Lechantre "La France fait pale figure en matière de démocratie actionnariale ! Démonstration : « L'existence de droits de vote double explique près de la moitié des cas d'entreprises qui font entorse au principe d'égalité »

Mais l'expression démocratie, toute droit issue de la science politique et son sacro-saint principe : « un homme-une voix » est-il réellement pertinent pour le bon fonctionnement de l'entreprise?

3.2.. Discussion : la loi réalise-t-elle l'Egalité des actionnaires ou s'efforce t elle de limiter les situations excessivement inégalitaires ?

Le principe un homme-une voix, fondement de la démocratie politique peut elle sans autre adaptation être transposé dans le concept «one share-one vote»?

Alors même que, de fait, il y a une diversité socio économique d'actionnaires se distinguant par des modes d'accès au capital, des objectifs, un attachement différent à la société, le droit doit-il artificiellement plaquer une notion d'égalité sans tenir compte de ces différences?

La loi permet souvent que par choix exprimé dans les statuts la règle de la proportionnalité des droits des actionnaires associée à sa quote-part dans le capital varie: actions sans droits de vote compensées par un accès aux dividendes prioritaire , catégories d'actions disposant de droits différents (droits de vote multiple ou droits spécifiques comme celui de nommer les dirigeants), limitation des voix en AGE, golden shares donnant un droit de regard sur les nouveaux actionnaires...

Peut on alors, avec Philippe Bissara, SG de l'ANSA, émettre l'hypothèse que la loi plutôt qu'instaurer la stricte égalité des actionnaires se préoccupe de limiter les inégalités les plus évidentes, par souci d'équité et/ou au nom de l'intérêt général commun des actionnaires?

Elle le fera, notamment en instaurant des règles de transparence, en sanctionnant les abus de majorité (ou de minorité), en organisant des droits spécifiques aux minoritaires, par exemple en droit boursier l'Offre publique d'acquisition obligatoire à 100% à un prix équitable, le squeeze-out et le sell-out, processus de rachat de titres normé afin d'éviter que les minoritaire ne se retrouvent à la merci du très majoritaire.

Ainsi, une évolution importante des règles de droit des sociétés comptables et boursières a permis ces dernières années de fonder une démocratie actionnariale en Union européenne. Faut-il y ajouter une règle permettant d'imposer strictement le principe « un titre-une voix », par ailleurs déjà consacré en droit national ?

L'application stricte du principe « un titre-une voix », un concept dévié

Envisager d'instaurer une règle sans exception, univoque, uniforme sur la question s'apparente, et je reprends ici le mot d'leke van den BURG à pratiquer une «dictature actionnariale», promue par certains actionnaires qui n'investissent pas forcément dans l'entreprise dans le cadre d'une relation durable.La justification d'une telle initiative pour lutter contre les dispositifs protecteurs d'OPA à éradiquer, utilisée à l'époque de la discussion sur la 13è directive en droit des sociétés ne devrait pas être réutilisée puisque le PE et le Conseil ont tranché (voir point1). Puisque l'argument est repris, actons qu'il reste éminemment discutable.

Approfondissement sur les exceptions au principe one share –one vote

Les titres à multiples droits de vote à la « Scandinave »

Les droits de vote multiple sont couramment utilisés dans les Etats scandinaves y compris pour les sociétés cotées car il y a possible dissociation entre propriété du capital et contrôle. Cette dissociation permet notamment à des sociétés familiales de trouver du capital sur les marchés sans perdre le contrôle de la compagnie (intérêt économique) : 50% des sociétés cotées utilisent cette possibilité. En droit des sociétés suédois, le chap 3-Sect 4 prévoit une dissociation dans la limite de 1 à 10 et, en instituant des conditions de transparence : mention dans les statuts et inscription au registre des actionnaires. Le marché des OPA est florissant dans les pays scandinaves (autant qu'aux USA, pays de référence), il n'est pas possible de soutenir que l'existence des votes multiples bloque les OPA.

La particularité des titres à double droits de vote français

Bien que nous considérons qu'ils ne peuvent être assimilés à des pratiques déviantes du « one share-one vote, dans la mesure où le double droit de vote est attaché, non à un titre, mais de fait à la personne qui détient celui-ci, nous évoquons ici ce dispositif car il a été élaboré pour fidéliser les actionnaires (prime à la présence de long terme dans le capital) , donc prône la même logique de responsabilisation actionnariale que les procédés visés ci-avant.

L'article L 225-121 prévoit que le droit de vote est proportionnel à la quotité du capital représenté. Il n'y a donc pas de droits de vote pluraux (suppression en 1930) mais un doublement possible du droit de vote dont bénéficie le détenteur du titre – en lien avec une condition de durée de détention (2ans et jusqu'à 4 ans selon les statuts) – Les titres sont nominatifs donc parfaitement identifiables- art 225-123.

Les actions prioritaires ou le débat sur contrôle et propriété (Dispositif néerlandais, mais également polonais, hongrois, bulgare)

Lors du débat sur les OPA, Ieke van den Burg et les syndicats néerlandais ont unanimement précisé que la tradition historique néerlandaise stipule que la propriété n'implique pas nécessairement le contrôle. Ce dernier ainsi que le processus de décision appartiennent au management de l'entreprise en contrepartie de l'engagement de sa responsabilité. L'intérêt général de l'entreprise ne se résume pas à l'intérêt des actionnaires mais est perçu comme le résultat de la prise en compte de ceux de toutes les parties prenantes (stakeholders). Ainsi le droit néerlandais prévoit des titres prioritaires qui permettent à leurs détenteurs de nommer la direction. Le plus souvent ces titres sont détenus par des fondations dirigées par les fondateurs de la société.

Il est vraisemblable que ces titres seront remis en question si les droits de vote multiple sont remis en cause puisqu'ils procèdent de la même approche philosophique : le contrôle total aux propriétaires des actions, donc de l'entreprise. Dans d'autres Etats-membres, il apparaît que cette dissociation contrôle-propriété du capital est dans certaines conditions concevable également. Ainsi, derrière cette question se profile la question fondamentale de la conception du rôle et de la responsabilité des actionnaires dans la structure du processus de décision de l'entreprise.

Les autres pratiques dissociant détention du titre/ droit de vote

- Les titres sans droits de vote (dividendes prioritaires)

La 2^e directive accepte ces titres à condition qu'ils bénéficient d'un droit à dividende prioritaire ; la plupart des Etats européens acceptent l'existence d'actions sans droits de vote même si leur quantité se trouve limitée à un pourcentage du capital (50 % dans la majorité des Etats⁷)

- Les dispositifs limitant les droits de vote en assemblée

Dans plusieurs Etats-Membres, ce dispositif existe à niveau statutaire et peut donc faire l'objet de modification lors d'une AGE dans les conditions imposées pour toute modification des statuts : ainsi la société Pernod RICARD vient de limiter à 30 le pourcentage des droits de vote.

- Les golden shares

La CJCE, au cours d'affaires portant sur la légitimité de tels titres détenus par l'Etat dans des sociétés récemment privatisées, a considéré que l'intérêt de renforcer la structure concurrentielle du marché intérieur ne constitue pas une raison impérieuse d'intérêt général permettant de justifier une disposition législative nationale limitant les droits de vote des acquéreurs de participation dans les entreprises privatisées (C.J.C.E., 2 juin 2005, Commission c/ Italie, aff. C-174/04). Cependant elle semble disposée à nuancer cette position lorsqu'un secteur est identifié comme stratégique, notion qui reste à définir au niveau de l'UE. Cette circonstance spécifique rouvre la porte sur le débat qui nous occupe de la légitimité possible d'une dissociation partielle entre propriété et contrôle.

De la légitimité de dispositifs dissociant capital et contrôle

Des dispositifs élaborés dans le respect des règles sur la transparence

Ces dispositifs dissociant titre/ droit de vote sont systématiquement dûment publiés. De ce fait, interviennent en conformité avec les règles de transparence du droit des sociétés ou /et des codes de gouvernance.

Pour ce qui concerne les règles CEE :

- Art. 10 de la directive OPA qui prévoit la transparence sur les dispositifs statutaires ou contractuels ayant une incidence potentielle sur une offre d'acquisition (voir ci-après) ;

⁷Page 22 du Rapport GF faisant référence à l'étude Georgen, Martynova, "Corporate Governance : evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe" ECGI Law Working Paper N° 33/2005, April 2005, note 111, page 26.

- Proposition de DIRECTIVE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/ CE et son Article 9 crée un nouveau système de transparence des participations significatives : seuil de 5 %⁸, et continuant avec des sauts successifs de 5% jusqu'à 30% des droits de vote ou du capital ou des deux. Ce système reflète l'influence réelle qu'un investisseur peut exercer sur une société faisant appel public à l'épargne, mais plus généralement l'intérêt majeur que revêtent pour lui les résultats, la stratégie commerciale et les gains de la société.

La valeur de l'argument du développement potentiel du marché

Selon les partisans de la règle pure et dure, la diversité des régimes ne favorise pas l'investissement transfrontalier, une règle uniforme aurait le grand avantage de la clarté et faciliterait donc le développement des investissements... voir à ce sujet par exemple, l'article de Jonathan Rickford, tiré de l'étude d'EPF.

Par ailleurs, le système one share – one vote permet une censure du management: un dirigeant d'une société dont le capital est divisé en plusieurs catégories d'actions peut contrôler plus facilement la société, sans voir son mandat remis en question. Cette hypothèse dite du cloisonnement des dirigeants développée par Morck, Shleifer et Vishny (1988) établit que si de mauvaises décisions prises n'entraînent aucune conséquence pour le dirigeant, il y a un risque d'efficacité que paiera l'entreprise à terme et un risque quant à la confiance. Toute déviance du système «One share, one vote» est donc perçue comme un facteur de diminution potentielle des performances des sociétés.

Si la théorie du contrôle du management a tout son sens, une approche trop systématique qui ne prend pas en compte d'autres facteurs de contrôle ou de performance de la direction est un peu courte et, n'explique pas l'existence de pratiques de dissociation qui si elles étaient si peu performantes disparaîtraient sous l'effet du marché? Si les forces du marché devaient pousser à l'extension d'une pratique généralisée «one share-one vote» parce que l'impératif économique est présent et la justifie, soit ; inutile en ce cas d'imposer une règle, il faut laisser le marché agir.

Selon le professeur Guido Ferrarini⁹, l'application stricte du one share-one vote ne peut trouver son fondement dans une analyse économique. Au contraire elle pourrait constituer un frein aux opérations de recapitalisation des entreprises qui souhaitent émettre des titres sans droits de vote leur permettant de financer leurs activités tout en limitant la dispersion du pouvoir au sein du nouveau pack d'actionnaires. L'application stricte du «one share one vote» peut dissuader des entrepreneurs de faire entrer leur entreprise sur le marché car s'ils souhaitent garder le contrôle, ils devront conserver une majorité appropriée ou renoncer aux avantages des marchés de capitaux pour se développer.

Dans une gouvernance dite "disproportionnée", il y a souvent, un pacte entre les fondateurs qui organisent un contrôle relatif des pouvoirs. L'actionnaire d'origine permet un monitoring effectif de la gestion des bénéfices de l'entreprise et est récompensé par l'extraction d'avantages privés.

Le besoin de flexibilité des structures pour être plus compétitifs doit être respecté.

De son côté, dans son article « Dual class stock and firm performance » Yi Zhang cite le fait qu'aucune étude n'a pour le moment examiné la relation entre un capital divisé en deux catégories d'actions, la valeur des sociétés et leur performance. Plusieurs études se sont intéressées aux émissions de diverses catégories d'actions, mais elles ne parviennent pas à lier une diminution ou une augmentation de l'effet richesse avec une structure dualiste d'actions. Les études passées montrent l'existence de réactions positives du marché suite à l'émission d'une deuxième classe d'actions.

Et encore, selon A. Khachaturyan, la constante évolution des marchés financiers et des produits dérivés qui y sont rattachés, permettront à terme de passer outre le système du «one share one vote», en créant une séparation des droits pécuniaires et des droits de vote. L'auteur illustre ses propos par le mécanisme du prêt de titres, qui permet à l'emprunteur d'être détenteur des droits de vote tandis que le prêteur conserve les droits aux dividendes, contre le paiement d'une commission. Ainsi une tentative d'éradication réglementaire avec les difficultés évoquées ci-avant (légitimité de l'expropriation indemnisation etc.) n'éradiquera pas les pratiques de dissociation.

La règle ne semble donc pas pouvoir se justifier pour des raisons économiques, à contrario, la relation de long terme et de confiance entre certains actionnaires et l'entreprise ayant un effet vertueux, une dissociation peut dans certains cas se justifier économiquement.

⁸Ce seuil doit déjà être respecté dans 12 États membres (AUT, BE, DK, DE, ES, FIN, FR, GR, IRL, IT, NL, et RU).

⁹ Guido FERRARINI « ONE SHARE – ONE VOTE: A EUROPEAN RULE? Law Working Paper N° . 58/2006, January 2006.

Lien pérenne et performance d'entreprise

Cette position est connue comme l'hypothèse de l'intérêt des actionnaires. Selon Attari et Banerjee, une pluralité d'actions peut permettre d'éviter une situation de sous investissement au moment de financer de nouveaux projets. Dans une société ayant une seule classe d'actions, les dirigeants peuvent être amenés à ne pas ouvrir le capital afin que les actions ne soient pas diluées. Certains investissements peuvent ainsi ne pas être mis en œuvre. L'émission restreinte d'une seconde catégorie d'actions peut permettre aux dirigeants d'effectuer de nouveaux investissements, sans que le contrôle soit pour autant dilué.

Il a été prouvé qu'au pire ces entreprises ne sont pas moins performantes et au mieux sont plus performantes que les autres. Dans son étude « Dual class stock and firm performance », Yi Zhang a utilisé les données des entreprises américaines inscrites sur différentes bases de données, Compustat et CRSP. En effectuant trois types de comparaisons: comparaison générale entre sociétés à un type d'actions et deux types d'actions, comparaison prenant en compte les sociétés qui ont une seule de leurs catégories d'actions qui est cotée, et comparaison entre sociétés avec deux types d'actions cotées. L'auteur estime que les différences ne sont pas significatives : le non respect du principe «one share one vote» n'a pas de répercussions sur les performances des entreprises. Prenons à présent, l'exemple des sociétés à capital de famille à l'origine : la présence de fonds familiaux, la politique maison à l'égard des salariés, la capacité de prise de risque plus forte liée à l'indépendance du management permettent une rentabilité plus forte et de long terme¹⁰. N'y a-t-il pas là de quoi soutenir la légitimité d'une démarche qui consiste à aller chercher du capital en bourse mais en limitant le flottant et en conservant des dispositifs pour éviter la perte de contrôle?

Que recherche l'actionnaire non détenteur des actions à droits de vote multiple ou actions dites de priorité ? Valoriser son placement ? Ces types d'entreprises sont performantes au moins autant et plutôt davantage que d'autres, l'assurance de recevoir dument des dividendes devrait être suffisante. Piet Sercu et Tom Vinaimont rappellent dans leur article¹¹ que, les deux contributions sur le sujet respectivement de Grossman et Hart (GH, 1988) et de Harris et RAviv (HR, 1989) sont citées comme arguments ou preuves aussi bien par les partisans que par les opposants du one share-one vote.

Effet protecteur contre des OPA hostiles

Les pratiques de dissociation de catégories de titres peuvent éventuellement raréfier les OPA hostiles, puisque de fait les détenteurs des droits de vote multiples ou prioritaires sont souvent attachés à la société. Si ce type de dispositif permet une dissociation relative entre propriété du capital et pouvoir et ainsi limitent non les OPA mais les OPA hostiles, est-ce si choquant quand il est démontré que les OPA hostiles sont destructrices de valeur¹² ?

La pratique des « dual-class structures » s'explique par la volonté des dirigeants d'entreprise d'ouvrir leur capital, et ainsi rechercher de nouvelles sources de financement, tout en conservant un certaine garantie de contrôle. Concrètement, cela revient à opérer une césure entre les « control rights » restant aux mains des actionnaires ou propriétaires originels et les « cash flow rights » offerts aux nouveaux entrants.

Si certains auteurs soutiennent que la valeur boursière est en potentiellement diminuée car les investisseurs craignent ce type de société (moins liquide), que penser de la démonstration suivante de Piet Sercu et Tom Vinaimont¹³ : une société avec deux types de titres et un pouvoir de vote attaché aux actions A supérieur à celui des titres B Les rivaux doivent acquérir l'ensemble des titres A et B puisque les premiers permettent d'obtenir la majorité des droits de vote, et la possession des titres B empêche la mise en place de minorités de blocage. L'acquéreur devant acheter les titres A et les titres B, cela augmente la valorisation des titres et donc la capitalisation boursière de la société

Un débat biaisé qui n'intègre pas la responsabilité de l'actionnaire comme partie prenante de l'entreprise

Que cherchent les actionnaires qui revendiquent l'application du one share-one vote sans exception ? En quoi cela les dispositifs évoqués qui permettent une certaine pérennité de la relation est –il gênant

¹⁰ Les Echos 23 mai 2006 E. BERLET.

¹¹ One share, one vote ? In EPF survey : One universal model or tailored equity structures ? June 2006.

¹² Au RU eu aux USA les études menées identifient que les OPA hostiles sont excepté pour les actionnaires qui ont venu d leurs titres au moment de l'opération, destructrices de valeur donc pour les actionnaires également

¹³ In EPF survey : One universal model or tailored equity structures ? June 2006.

puisqu'ils ont toute liberté d'investir ou non dans lesdites entreprises ? Ne serait ce pas qu'ils cherchent le contrôle sans en assumer les responsabilités qui vont de pair? Il est si facile, désormais avec 5%, des voix de déstabiliser un dirigeant en AGE ?

A l'origine le mouvement de révolte des actionnaires privés du contrôle de l'entreprise a des justifications profondes et totalement justifiées¹⁴, mais les déviations qui se profilent du fait que certains actionnaires veulent du profit sans prise de risques et revendiquent des droits sans penser qu'ils assument des responsabilités en tant qu'apporteurs de capital à une société ? Société qui ne peut exister sans eux mais dont ils dépendent également à leur tour, comme d'autres parties prenantes.

Et l'on touche la du doigt les déviations potentielles de la logique boursière lorsqu'elle s'éloigne par trop de l'économie réelle.

3.3. Respecter le concept de démocratie actionnariale en s'accordant pour accentuer la transparence et les droits des minoritaires

Une distinction à faire plus pertinente que celle entre système respectant le one share – one vote et système déviant, est celle entre les régimes de contrôle efficace et ceux instaurant un régime de contrôle inefficace. Dans les pays où la gouvernance d'entreprise est bien encadrée, l'actionnaire contrôlant est incité à gérer l'entreprise dans l'intérêt de tous, à veiller à la qualité du management de la société plutôt qu'à retirer des bénéfices pécuniaires importants de l'entreprise.

Opter pour une flexibilité dans la régulation du marché en améliorant encore les règles de transparence à l'échelle européenne, de manière à laisser le marché décider.

De toute évidence, les règles de transparence sont envisagées à échelle de l'UE comme une des clés du fonctionnement du marché (confiance). Les efforts et évolutions considérables faites en ce sens en droit des marchés financiers (voir série de directives CEE) et entre autre l'article 10 de la directive OPA que nous citons :

Article 10

1. Les États membres veillent à ce que les sociétés visées à l'article 1 paragraphe publient des informations détaillées dans les domaines suivants:

- a) la structure du capital, y compris les titres qui ne sont pas négociés sur un marché réglementé d'un Etat membre, avec le cas échéant une indication des différentes classes d'actions et, pour chaque classe d'actions, les droits et obligations qui lui sont attachés et le pourcentage de capital social qu'elle représente;
- b) toute restriction au transfert de titres, telles que des limitations à la possession de titres ou une autorisation nécessaire de la société ou d'autres détenteurs de titres, sans préjudice de l'article 46 de la directive 2001/34/CE;
- c) les participations significatives au capital, directes ou indirectes (par exemple, au travers de structures pyramidales ou d'actionnariat croisé), au sens de l'article 85 de la directive 2001/34/CE;
- d) les détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits;
- e) le mécanisme de contrôle des votes prévu dans un éventuel système d'actionnariat des employés, quand le droit de vote n'est pas exercé directement par ces derniers; employés, quand le droit de vote n'est pas exercé directement par ces derniers;
- f) toute restriction au droit de vote, telles que des limitations des droits de vote à un certain pourcentage ou un certain nombre de votes, des délais imposés pour l'exercice du droit de vote ou des systèmes où, avec la coopération de la société, les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres;
- g) les accords entre actionnaires, qui sont connus de la société et peuvent entraîner des restrictions au transfert de titres et/ou aux droits de vote, au sens de la directive 2001/34/CE;
- h) les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ou de direction, et à la modification des statuts de la société;
- i) les pouvoirs des membres de l'organe d'administration ou de direction, en particulier concernant la possibilité d'émettre ou de racheter des titres;
- j) les accords importants auxquels la société est partie et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société à la suite d'une offre publique d'acquisition, et leurs effets, sauf lorsque leur nature est telle que leur divulgation porterait gravement atteinte à la société;

¹⁴ Le mouvement est né aux USA, du fait d'une situation de capital éparpillé qui permettait au management de diriger seul sans contrôle. Il a été théorisé (market control) et a généré de grands progrès en matière de gouvernance.

cette exception n'est pas applicable lorsque la société est expressément tenue de divulguer ces informations en vertu d'autres exigences légales;

k) les accords entre la société et ses dirigeants ou employés, qui prévoient des indemnités si ceux-ci démissionnent ou sont licenciés sans raison valable, ou encore si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'acquisition.

2. Les informations prévues au paragraphe 1 doivent être publiées dans le rapport de gestion de la société, au sens de l'article 46 de la directive 78/660/CEE du Conseil et de PE 327.239/rév. 52/94 RR\516840FR.doc

Œuvrer à la démocratie actionnariale et à la liberté du marché en créant davantage de transparence pour ces actions particulières.

Le droit des sociétés requiert que ces titres soient nominatifs et qu'une mention claire dans les statuts apparaisse à leur sujet. Elles feront partie des dispositifs à détailler dans le cadre de l'article 10 précité. Un groupe de travail présidé par Y. Mansion pur l'AMLF a proposé d'accentuer ces règles de transparence en faisant apparaître, avant les AG un rappel de l'existence de tels titres et après les AG , la mention du poids des titres dotés de multiple voix dans des décisions intervenues. Ce la parait une piste interessante.

Harmoniser les règles de protection des minoritaires en droit des sociétés sur les standards les plus hauts

Renforcer le dispositif des droits des minoritaires parait une piste complémentaire possible. Dans le droit des sociétés des Etats membres, plusieurs droits spécifiques sont accordés aux minoritaires comme par exemple:

- La demande d'expertise de gestion.(en france, la loi NRE qui modifie l'art L. 225-231) a rendu plus aisé l'accès à cette prerogative et d'autres en abaissant le seuil de détention du capital de 10 % à 5 %);

- La récusation du commissaire aux comptes;

- La demande de convocation d'une assemblée générale par l'intermédiaire d'un mandataire de justice,

- L'action ut singuli (intérêt de l'entreprise contre un abus de majorité ou comportement d'un dirigeant)

Le droit de poser des questions ou de proposer des résolutions lors d'une AG/ AGE y compris à distance – (cf. loi NRE qui prévoit le système de visioconférence et le vote électronique et la Directive sur les actionnaires non residents).

- Le droit de faire une réévaluation des apports : à ce titre, l'article 10bis Directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006 prévoit : «En cas de circonstances nouvelles pouvant modifier sensiblement la juste valeur de l'élément d'actif à la date effective de son apport, une réévaluation est effectuée à l'initiative et sous la responsabilité de l'organe d'administration ou de direction. L'article 10, paragraphes 1, 2 et 3, est applicable aux fins de cette réévaluation. Faute d'une telle réévaluation, un ou plusieurs actionnaires détenant un pourcentage total d'au moins 5 % du capital souscrit de la société au jour de la décision d'augmenter le capital peuvent demander une évaluation par un expert indépendant, auquel cas l'article 10, paragraphes 1, 2 et 3, est applicable.

Ces droits sont selon les Etats Membres exercés à partir d'un seuil de droits de vote variant le plus souvent, entre 5% et 10%, une harmonisation des droits et des seuils est elle envisageable ? En effet, l'harmonisation, à la hausse des droits boursiers des minoritaires, intervenue à la faveur de l'adoption de la 13^e directive qui institue l'OPA obligatoire à 100%, à prix équitable dès un « seuil de contrôle atteint ; puis un sell-out que peuvent exiger les minoritaires, pourrait aller de pair avec une harmonisation sur un standard élevé de protection des droits des minoritaires en droit des sociétés.

Et si la Commission ne souhaitait pas, au nom de la subsidiarité, se lancer dans une telle approche d'harmonisation ; il serait aisé de comprendre qu'elle choisit de miser sur le fait que ces droits s'harmoniseront sous la pression des investisseurs. Mais alors, autant être cohérent et ne pas s'attaquer à la question du « one share-one vote » qui est une question parmi d'autres relatives à la démocratie actionnariale?

A titre de conclusion,

Rappelons avec le CES¹⁵ que le modèle européen d'entreprise dans une économie sociale de marché considère l'entreprise comme une collectivité ; l'entreprise quel que soit son statut de société de capital demeure un élément de la société humaine et un maillon du système économique. Dès lors, une décision à échelle européenne doit éviter toute approche dogmatique et prendre en considération, certes l'intérêt du marché boursier et son développement donc le point de vue des investisseurs, mais également l'intérêt des entreprises... Sur le one share-one vote rester pragmatique et tendre vers une unicité de principe en acceptant des exceptions générées par les besoins économiques réels sous condition de transparence serait sans doute la bonne piste

Références bibliographiques:

- Rapport Winter pour la Commission européenne COM(2002)0534 C5-0481/2002 02/10/2002 C045 25-FEB-03 001 (E)
- DEMINOR : "Application on one share-one vote principle", march 2005, commissioned by the Association of British insurers - www.deminor-rating.com
- ECGI, "Corporate Governance : evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe, ECGI Law Working Paper N° 33/2005, April 2005,
- ECGI, "An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990 - 2000" ECGI Law Working Paper N°. 06 February 2006.
- EPF, ONE SHARE ONE VOTE -TOMORROW'S COMPANIES: ONE UNIVERSAL MODEL OR TAILORED EQUITY STRUCTURES? by Graham Mather, President du European Policy Forum ,ISBN 1-903-850-21-5 London
- Guido FERRARINI, ONE SHARE – ONE VOTE: A EUROPEAN RULE? Law Working Paper N°. 58/2006, January 2006
- Ronald J. Gilson Marc, Eva Stern Professor and Charles J. Meyers
- Arman Khachatryan ,ONE SHARE ONE VOTE CONTROVERSY IN THE EU
- Ian B. Lee ,FAIRNESS, FINANCE AND DUAL-CLASS SHARE
- Peter O. Mülbart, IS THERE A CASE FOR "ONE SHARE ONE VOTE"?
- Jonathan Rickford, INVISIBLE HAND OR DEAD HAND? – REFLECTIONS ON THE EU "ONE SHARE ONE VOTE"
- Piet Sercu and Tom Vinaimont ,ONE SHARE ONE VOTE?
- Yi Zhang, DUAL-CLASS STOCK AND FIRM PERFORMANCE
- Les Echos du 6 avril 2005C Lechantre "La France fait pale figure en matière de démocratie actionnariale !

Textes CEE:

Rapport SOC/192 "Instruments de mesure et d'information sur la RSE dans une économie globalisée", Bruxelles, le 8 juin 2005.

DIRECTIVE 2006/68/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital

3è proposition de 13è directive de la Commission européenne basé sur l'article 44 du Traité du 3 octobre 2002 -

Avis du CES CES 0589/2003 14/05/2003 C208 03-SEP-03 055 057

Le 8 décembre 2003 Rapport PE A5-0469/2003 Commission juridique et du marché intérieur

Avis du PE 1ère lecture PE T5-0571/2003

Acte final LEX 2004L0025 DIRECTIVE 2004/25/CEE du 21/04/2004 JOUE-Lex-142/12 du 30-Avril 2004 entrée en vigueur prévue le 20 mai 2006 avec une révision prévue dans 5 ans selon besoins.

¹⁵ rapport SOC/192 "Instruments de mesure et d'information sur la RSE dans une économie globalisée", Bruxelles, le 8 juin 2005.

Remerciements de l'auteur pour leur concours à:

- Maitre Lucien du cabinet Copernic pour sa contribution sur la Pologne,
- Me Boyan Stanoev Senior Partner et Me Nedka Onova Trainee du cabinet Plovdiv Office pour la Bulgarie
- Philippe BUGNAZET, moniteur de recherches, ESSEC-Mba, avocat au barreau de New York pour l'étude sur les USA
- Les étudiants du MSDAIM ESSEC 2006-2007 et tout particulièrement Aurélien SAUTY.
- Les étudiants du Master 2 Juriste d'affaires Faculté Paris XI-Sceaux en partenariat avec l'ESSEC, 2006-2007:BOGAERT Loïck,SCHWARTZ Marie-Caroline, KEVORKIAN Anna, JEANNIN François, BOURDERIOUX Julie ,:COMETS Aude :

ESSEC


CENTRE
DE RECHERCHE

LISTE DES DOCUMENTS DE RECHERCHE DU CENTRE DE RECHERCHE DE L'ESSEC
(Pour se procurer ces documents, s'adresser au CENTRE DE RECHERCHE DE L'ESSEC)

LISTE OF ESSEC RESEARCH CENTER WORKING PAPERS
(Contact the ESSEC RESEARCH CENTER for information on how to obtain copies of these papers)

RESEARCH.CENTER@ESSEC.FR

- 03001 MARTEL Jocelyn, MOKRANE Mahdi**
Bank Financing Strategies, Diversification and Securization
- 03002 BARONI Michel, BARTHELEMY Fabrice, MOKRANE Mahdi**
Which Capital Growth Index for the Paris Residential Market?
- 03003 CARLO (de) Laurence**
Teaching "Concertation": The Acceptance of Conflicts and the Experience of Creativity Using La Francilienne CD-Rom
- 03004 GEMAN Helyette, RONCORONI Andrea**
A Class of Market Point Processes for Modelling Electricity Prices.
- 03005 LEMPEREUR Alain**
Identifying Some Obstacles From Intuition to A Successful Mediation Process
- 03006 LEMPEREUR Alain, SCODELLARO Mathieu**
Conflit d'intérêt économique entre avocats et clients : la question des honoraires
- 03007 LEMPEREUR Alain**
A Rhetorical Foundation of International Negotiations. Callières on Peace Politics
- 03008 LEMPEREUR Alain**
Contractualiser le processus en médiation
- 03009 BOUCHIKHI Hamid, SOM Ashok**
What's Drives The Adoption of SHRM in Indian Companies ?
- 03010 SOM Ashok**
Bracing Competition Through Innovative HRM in Indian Firms: Lessons for MNEs
- 03011 BESANCENOT Damien, VRANCEANU Radu**
Financial Instability under Floating Exchange Rates
- 03015 KATZ Barbara, OWEN Joel**
Should Governments Compete for Foreign Direct Investment?
- 03016 VAN WIJK Gilles**
Schedules, Calendars and Agendas
- 03017 BOURGUIGNON Annick, CHIAPELLO Eve**
The Role of Criticism in the Dynamics of Performance Evaluation Systems

- 03018 BOURGUIGNON Annick, JENKINS Alan, NORREKLIT Hanne**
Management Control and "Coherence": Some Unresolved Questions
- 03019 BOWON Kim, EL OUARDIGHI Fouad**
Supplier-Manufacturer Collaboration on New Product Development
- 03020 BOURGUIGNON Annick, DORSETT Christopher**
Creativity: Can Artistic Perspectives Contribute to Management Questions?
- 03021 CAZAVAN-JENY Anne, JEANJEAN Thomas**
Value Relevance of R&D Reporting: A Signalling Interpretation
- 03022 CAZAVAN-JENY Anne**
Value-Relevance of Expensed and Capitalized Intangibles – Empirical Evidence from France
- 03023 SOM Ashok**
Strategic Organizational Response of an Indo-Japanese Joint Venture to Indian's Economic Liberalization
- 03024 SOM Ashok, CERDIN Jean-Luc**
Vers quelles innovations RH dans les entreprises françaises ?
- 03025 CERDIN Jean-Luc, SOM Ashok**
Strategic Human Resource Management Practices: An Exploratory Survey of French Organisations
- 03026 VRANCEANU Radu**
Manager Unethical Behavior during the New Economy Bubble
- 
- 04001 BESANCENOT Damien, VRANCEANU Radu**
Excessive Liability Dollarization in a Simple Signaling Model
- 04002 ALFANDARI Laurent**
Choice Rules Size Constraints for Multiple Criteria Decision Making
- 04003 BOURGUIGNON Annick, JENKINS Alan**
Management Accounting Change and the Construction of Coherence in Organisations: a Case Study
- 04004 CHARLETY Patricia, FAGART Marie-Cécile, SOUAM Saïd**
Real Market Concentration through Partial Acquisitions
- 04005 CHOFFRAY Jean-Marie**
La révolution Internet
- 04006 BARONI Michel, BARTHELEMY Fabrice, MOKRANE Mahdi**
The Paris Residential Market: Driving Factors and Market Behaviour 1973-2001
- 04007 BARONI Michel, BARTHELEMY Fabrice, MOKRANE Mahdi**
Physical Real Estate: A Paris Repeat Sales Residential Index
- 04008 BESANCENOT Damien, VRANCEANU Radu**
The Information Limit to Honest Managerial Behavior
- 04009 BIZET Bernard**
Public Property Privatization in France
- 04010 BIZET Bernard**
Real Estate Taxation and Local Tax Policies in France
- 04011 CONTENSOU François**
Legal Profit-Sharing: Shifting the Tax Burden in a Dual Economy

04012 CHAU Minh, CONTENSOU François
Profit-Sharing as Tax Saving and Incentive Device

04013 REZZOUK Med
Cartels globaux, riposte américaine. L'ère Empagran ?

05001 VRANCEANU Radu
The Ethical Dimension of Economic Choices

05002 BARONI Michel, BARTHELEMY Fabrice, MOKRANE Mahdi
A PCA Factor Repeat Sales Index (1973-2001) to Forecast Apartment Prices in Paris (France)

05003 ALFANDARI Laurent
Improved Approximation of the General Soft-Capacitated Facility Location Problem

05004 JENKINS Alan
Performance Appraisal Research: A Critical Review of Work on "the Social Context and Politics of Appraisal"

05005 BESANCENOT Damien, VRANCEANU Radu
Socially Efficient Managerial Dishonesty

05006 BOARI Mircea
Biology & Political Science. Foundational Issues of Political Biology

05007 BIBARD Laurent
Biologie et politique

05008 BESANCENOT Damien, VRANCEANU Radu
Le financement public du secteur de la défense, une source d'inefficacité ?

06001 CAZAVAN-JENY Anne, JEANJEAN Thomas
Levels of Voluntary Disclosure in IPO prospectuses: An Empirical Analysis

06002 BARONI Michel, BARTHELEMY Fabrice, MOKRANE Mahdi
Monte Carlo Simulations versus DCF in Real Estate Portfolio Valuation

06003 BESANCENOT Damien, VRANCEANU Radu
Can Incentives for Research Harm Research? A Business Schools Tale

06004 FOURCANS André, VRANCEANU Radu
Is the ECB so Special? A Qualitative and Quantitative Analysis

06005 NAIDITCH Claire, VRANCEANU Radu
Transferts des migrants et offre de travail dans un modèle de signalisation

06006 MOTTIS Nicolas
Bologna: Far from a Model, Just a Process for a While...

06007 LAMBERT Brice
Ambiance Factors, Emotions and Web User Behavior: A Model Integrating and Affective and Symbolical Approach

06008 BATISTA Catia, POTIN Jacques
Stages of Diversification and Capital Accumulation in an Heckscher-Ohlin World, 1975-1995

06009 TARONDEAU Jean-Claude
Strategy and Organization Improving Organizational Learning

- 06010 TIXIER Daniel**
Teaching Management of Market Driven Business Units Using Internet Based Business Games
- 06011 COEURDACIER Nicolas**
Do Trade Costs in Goods Market Lead to Home Bias in Equities?
- 06012 AVIAT Antonin, COEURDACIER Nicolas**
The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings
- 06013 COEURDACIER Nicolas, GUIBAUD Stéphane**
International Portfolio Diversification Is Better Than You Think
- 06014 COEURDACIER Nicolas, GUIBAUD Stéphane**
A Dynamic Equilibrium Model of Imperfectly Integrated Financial Markets
- 06015 DUAN Jin-Chuan, FULOP Andras**
Estimating the Structural Credit Risk Model When Equity Prices Are Contaminated by Trading Noises
- 06016 FULOP Andras**
Feedback Effects of Rating Downgrades
- 06017 LESCOURRET Laurence, ROBERT Christian Y.**
Preferencing, Internalization and Inventory Position
- 06018 BOURGUIGNON Annick, SAULPIC Olivier, ZARLOWSKI Philippe**
Management Accounting Change in the Public Sector: A French Case Study and a New Institutional Perspective

Pour tous renseignements :

- **Centre de Recherche/Research Center**
Tél. 33 (0)1 34 43 30 91
research.center@essec.fr
- **Visitez notre site**
www.essec.fr

GRUPE ESSEC
CENTRE DE RECHERCHE / RESEARCH CENTER
AVENUE BERNARD HIRSCH
BP 50105 CERGY
95021 CERGY PONTOISE CEDEX
FRANCE
TÉL. 33 (0)1 34 43 30 91
FAX 33 (0)1 34 43 30 01
research.center@essec.fr



ESSEC BUSINESS SCHOOL.
ÉTABLISSEMENTS PRIVÉS D'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR,
ASSOCIATION LOI 1901.
ACCREDITÉS AACSB INTERNATIONAL - THE ASSOCIATION
TO ADVANCE COLLEGIATE SCHOOLS OF BUSINESS.
ACCREDITÉS EQUIS - THE EUROPEAN QUALITY IMPROVEMENT SYSTEM.
AFFILIÉS À LA CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE
DE VERSAILLES VAL D'OISE - YVELINES.