

**LE RÔLE DES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS**

1. — L'influence qu'exercent les marchés financiers sur le droit et sur la vie des sociétés cotées est multiple et complexe. La réglementation touchant spécifiquement les grandes sociétés cotées est largement inspirée par un souci de bon fonctionnement du marché. Techniquement, cette influence trouve souvent sa source dans la réglementation de nature financière, directement vers la vie axée des grandes sociétés cotées. On citera, à titre d'exemple, des matières comme l'information financière, la réglementation des OPA et des techniques de transfert de contrôle, la réglementation des opérations d'initiés, etc. Par ailleurs, on constate que le droit des sociétés lui-même devient de plus en plus perméable aux impératifs imposés par les marchés financiers. À titre d'exemple, on citera les assez nombreuses dispositions de la loi du 18 juillet 1991 qui concernent spécifiquement les sociétés qui font « appel public à l'épargne »(1)

Cette étude sera limitée aux conséquences juridiques qui découlent pour les sociétés cotées en bourse de la présence de plus en plus massive des investisseurs institutionnels dans leur capital.

2. — Les acteurs intervenant sur les marchés financiers et plus particulièrement sur les marchés boursiers n'ont pas une identité homogène : actionnaires de contrôle, investisseurs institutionnels, personnes physiques, nationaux ou étrangers, intermédiaires financiers comptent parmi les catégories les mieux connues. L'influence qu'ils peuvent exercer sur la société sera fonction des intérêts qu'ils sont censés représenter.

Traditionnellement la distinction est faite entre d'une part actionnaires de contrôle et d'autre part actionnaires-investisseurs(2). Cette distinction repose sur une différence dans les objectifs recherchés : les premiers visent à maximaliser leur profit en contrôlant

(1) Voy. E. WYMEERSCH, "Inleiding, Algemene begrippen, Kapitaalvorming", in *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, (dir. H. BRAECKMANS et E. WYMEERSCH), Anvers-Apeldoorn, Maklu Uitgevers, 1992, pp. 3-142.

(2) Voy. J. PAILLUSSEAU.

le développement de la société, en dernier lieu lors de la cession de leurs actions moyennant une plus-value qui leur profitera et sous réserve de leurs obligations vis-à-vis des minoritaires(3). Les actionnaires-investisseurs recherchent plutôt le rendement à court ou à moyen terme, que ce soit en termes de dividendes ou de plus-values. Parfois ils ambitionnent de pouvoir exercer une certaine influence sur la gestion de la société, mais y parviennent rarement.

Toutefois, en analysant de plus près la situation, on constate que la réalité est bien plus floue : pour différentes raisons, les actionnaires de contrôle achètent et vendent régulièrement en bourse, et se comportent dès lors comme des investisseurs, alors que certains actionnaires-investisseurs importants sont devenus de plus en plus sensibles à la qualité de la gestion et n'hésitent pas à intervenir parfois de façon assez radicale dans la vie interne de la société(4). C'est cette dernière évolution qui constituera l'objet de la présente étude. En effet, on a constaté — essentiellement dans les pays Anglo-saxons, encore qu'il n'est pas improbable que le phénomène touchera également les sociétés établies sur le Continent — que certains investisseurs importants, la plupart du temps des investisseurs institutionnels, ne se limitaient plus à céder leurs actions lorsque le placement leur semblait moins intéressant (le « Wall Street Rule ») mais optaient plutôt pour un dialogue avec les dirigeants de la société afin de les convaincre de leurs exigences, parfois même en les leur imposant tout simplement.

Afin de pouvoir situer le phénomène en droit belge, il est utile d'avoir une vue plus précise de l'importance des participations détenues par des investisseurs institutionnels dans des sociétés belges cotées en bourse (I) et de mettre en évidence la spécificité de la position juridique de l'investisseur institutionnel par rapport à l'actionnaire simple (II).

CHAPITRE I. LA PRÉSENCE DES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS AU SEIN DES SOCIÉTÉS BELGES
COTÉES EN BOURSE

3. — Cerner l'identité de l'investisseur institutionnel n'est pas chose facile. Faut-il mettre l'accent sur leur rôle de transformation

(3) Art. 41, A.R. 8 novembre 1989.

(4) Pour des exemples typiques, voy. *infra*.

de l'épargne, ou plutôt sur leurs obligations fiduciaires à l'égard des propriétaires des fonds qui leur ont été confiés ? Ou doit-on se limiter au fait qu'ils agissent dans une perspective de placement, sans volonté de domination ou d'influence sur la société en question ? Selon l'approche que l'on adoptera, la notion comprendra ou non les sociétés à portefeuille de type belge, les portefeuilles soumis à la gestion d'un gérant de portefeuille, ou encore, les établissements de crédit qui détiennent des portefeuilles en vue de l'exécution des opérations qui leur ont été confiées.

Une réponse pragmatique semble pouvoir suffire pour les besoins de la présente étude : on identifiera les investisseurs institutionnels comme étant les entreprises d'assurance, les OPCVM et les fonds de pension ; on pourrait ajouter les portefeuilles détenus par les établissements de crédit, ainsi que les fonds sous gestion de gérants de fortune professionnels.

Dans ces trois premiers cas, les investisseurs institutionnels agissent non dans leur intérêt propre, mais dans celui de leurs ayants droit, les assurés, porteurs de certificats ou pensionnés⁽⁵⁾. Toutefois il y a une différence assez considérable quant au lien qui unit le gestionnaire et les bénéficiaires : alors que dans l'OPCVM le lien est direct et entier, toute décision ou action de l'organisme se répercutant immédiatement sur la valeur des certificats, il n'en est pas de même dans les deux autres cas. Les droits des assurés ou des pensionnés sont fixés contractuellement, et ne sont pas directement fonction de la qualité de la gestion du portefeuille. Il en résulte un lien juridique entre gestionnaire et bénéficiaire plus ténu et une liberté d'action plus substantielle pour les gestionnaires de ces deux dernières catégories.

À la différence des sociétés holding ou à portefeuille, les investisseurs institutionnels ne visent pas à exercer le contrôle sur les sociétés dans lesquelles elles participent. Toutefois, dans certains cas, les investisseurs institutionnels peuvent avoir une influence directe ou indirecte sur le comportement de la société dans le capital de laquelle ils participent.

4. — Avant d'analyser plus en détail la position juridique des investisseurs institutionnels par rapport aux sociétés dans les-

(5) Une catégorie intermédiaire sera bientôt ajoutée lorsque le législateur permettra de constituer des assurances vie placées en fonds de placements (« branche 23 »).

quelles ils participent, il semble utile de donner quelques chiffres sur l'importance de leur participation dans les sociétés cotées belges. Remarquons d'abord qu'en Belgique nous ne sommes pas particulièrement bien alimentés en chiffres.

Deux approches sont possibles. On peut d'abord évaluer leur influence en termes globaux, à savoir par rapport à la capitalisation boursière totale. Ces chiffres globaux permettent de situer le phénomène, sans conférer toutefois une idée précise sur l'importance et le poids qu'un investisseur institutionnel pourrait avoir sur la gestion d'une société déterminée. À partir des analyses de l'actionnariat de chaque société prise individuellement, des renseignements utiles sur les participations dépassant le seuil de 5 % peuvent être obtenus. Toutefois les investisseurs institutionnels éparpillent leurs participations sur plusieurs entités, empêchant ce faisant une vue « consolidée » sur les actions détenues par les différentes entités formant partie d'un même groupe.

5. — Situer l'importance des portefeuilles en actions détenus par les investisseurs institutionnels par rapport au marché boursier permet de mesurer l'élasticité de leur faculté de sortie. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent essentiellement peser sur la gestion soit en liquidant en bloc leur portefeuille en bourse, causant ainsi une baisse des cours, soit en votant contre les dirigeants en place, le cas échéant en cédant leurs actions dans le cadre d'une opa agressive. La vente des actions étant l'issue la plus simple, la moins coûteuse et souvent la plus efficace, celle-ci sera préférée du moins aussi longtemps que la concentration des portefeuilles institutionnels est telle qu'une vente en bourse ne peut plus être envisagée sans perturber gravement la fluidité des transactions en bourse. D'aucuns estiment que pour certaines actions belges, ce degré de concentration serait atteint. L'intervention des investisseurs institutionnels dans la vie sociale devient ainsi l'alternative indispensable par rapport à une éventuelle vente en bourse, devenue impossible suite à l'exiguïté du marché.

6. — Déterminer la part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation boursière des actions belges cotées sur la place de Bruxelles est un exercice qui appelle plusieurs observations préalables et qui ne peut être utilisé qu'avec prudence.

Faut-il calculer la capitalisation boursière sur le total des actions émises — comme cela semble avoir été fait dans le passé — ou ne

peut-on par contre tenir compte que des seules actions admises en bourse, comme cela se fait depuis quelques mois ?

Beaucoup de sociétés belges n'ont pas demandé la cotation de l'entièreté de leurs actions en bourse. Ainsi, selon une recherche récente, sur 169 sociétés, 32,54 % n'avaient pas la majorité de leurs actions admises en bourse, et 47,93 % avaient moins de 3/4 de leurs actions admises à la cote.

lignes de cotation	255	
actions AFV et warrants	86	
sociétés cotées	169	100 %
50 % ou moins des actions cotées	55	32,54
plus de 50 à 75 % des actions cotées	26	15,38
entre 75 et 100 %	19	11,24
100 % cotées	69	40,83

Sur base du nombre d'actions effectivement admises en bourse, la capitalisation boursière pouvait, fin septembre 1992, être fixée à 1.566 milliards de francs. Il n'y a pas de chiffres comparables disponibles pour les années antérieures.

Ainsi, à des époques différentes mais relativement récentes, la participation des investisseurs institutionnels dans les sociétés belges pouvait être établie comme suit :

en milliards de BEF	BEF	%	date	Source
Entreprises d'assurance	143	9,13	1990	OCA
OPCVM	131	8,37	1991	CBF
Fonds de pension	50,3	3,21	1990	Bull. Gén. Banque (6)
Établissement de crédit	20	1,28	1991	
Total investisseurs institutionnels	344,3	21,99		
Capitalisation	1566	100		

(6) Reste à analyser dans quelle mesure cette participation a trait à des actions cotées, ou concerne toutes les actions.

Une réserve s'impose quant aux actions détenues par les fonds de pensions : leur portefeuille est constitué d'actions tant de sociétés cotées que de sociétés non cotées.

Par ailleurs, nous ne disposons pas de chiffres précis quant aux placements en actions effectués dans des sociétés cotées en Belgique par le biais de OPCVM établis au Grand-duché de Luxembourg. Eu égard au fait que la gestion de ces OPCVM grands ducaux est souvent parallèle à celle des OPCVM belges, ou encore fait partie des mêmes groupes financiers belges, on devrait pouvoir tenir compte de ces participations afin d'établir avec plus de précision l'impact des investisseurs institutionnels et de leurs centres de décision sur les sociétés cotées en Belgique.

Enfin, il y a certains investisseurs institutionnels étrangers qui possèdent des portefeuilles non négligeables en actions belges : d'aucuns se sont manifestés lors d'assemblées générales alors que d'autres sont connus suite aux notifications auxquelles il a dû être procédé dans le cadre de la législation sur la « transparence ».

7. — Les chiffres qui précèdent ne permettent qu'une première approche, très imparfaite, du phénomène. L'impact effectif que peut avoir un investisseur institutionnel sur la gestion doit en outre être mesuré par rapport aux actions qui ne font pas partie d'une participation ferme, en d'autres mots par rapport à la présence d'actionnaires libres, éventuellement intéressés par une transaction en bourse ou par un changement de la direction, que ce soit à la suite d'une opa ou par tout autre mécanisme.

À partir des déclarations dites de « transparence », obligatoires depuis la loi du 2 mars 1989, nous disposons d'une vue plus précise de l'actionnariat de sociétés belges cotées en bourse.

Selon les chiffres disponibles en octobre 1990, c'est-à-dire après la première vague de déclarations — dès lors n'englobant que des sociétés ayant des « capitaux propres » dépassant les 250 m — il appert que des 141 sociétés 108 avaient la majorité de leurs actions détenues par un actionnaire majoritaire identifié. Dans 59 autres sociétés (soit dans 42 % des cas) un actionnaire ou un groupe d'actionnaires détenait plus de 50 % des actions.

Ces chiffres sont corroborés par une étude du « float » des actions techniquement disponibles dans le marché(7). En supposant que toutes les actions notifiées sont dans des mains fermes — ce qui n'est pas nécessairement le cas — les vingt sociétés dont les cours forment l'indice BEL 20 disposaient en moyenne d'un float de 48,01 %. Ces chiffres concordent avec les études que nous avons-nous-mêmes effectuées. Toutefois, méthodologiquement ces chiffres ne sont pas précis, puisque toutes les actions notifiées sont calculées par rapport à la totalité des actions de la société concernée, alors que le pourcentage des actions cotées est souvent inférieur. Il ne peut qu'en résulter un montant de titres disponibles sur le marché encore bien plus inférieur que le « float » mentionné.

	notifiées	cotées	Float
BEL 20	propres en %	recherches en %	BBL en %
Petrofina	41,4	97,4	58
Electrabel	48,01	65,23	53,7
Soc.Gén.Bel	75,67	46,5	23,9
Tractebel	67,04	67,3	32,9
Solvay	25,01	74,65	75
Banque génér.	38,31	85,1	61,2
Delhaize	—	—	51,3
GBL	70,7	84,2	27,7
Royale belge	69,35	55	29,8
Union Min	84,33	26	15,7
IG	49,2	65,9	52,2
GIB	21	96	51,2
CBR	43,29	88	57,4
Gevaert	46,6	100	46
UCB	36	75,8	64,1
Sofina	41	99,9	59
Bekaert	52,7	100	44,5

(7) Voy. BBL-berichten, n° 2259, mars 1992. La BBL n'a tenu compte que des sicaves et de fonds de pension.

	notifiées	cotées	Float
BEL 20	propres en %	recherches en %	BBL en %
Tessenderlo	60,9	99,7	37,6
Barco	65,48	47,24	33,5
Gechem	58,52	62,31	41,5
Total			48,01

8. — De ce qui précède on peut conclure :

- 1° que le nombre d'actions disponibles sur le marché est relativement limité,
- 2° que le nombre de sociétés pour lesquelles il existe encore une majorité d'actions en bourse, constitue une minorité (10 sur 20 pour le BEL 20) et
- 3° que même pour cette minorité, des clauses statutaires limitent le transfert des actions(8), ou verrouillent le contrôle au moyen de warrants ou d'obligations convertibles placées en mains sûres(9).

Ces constatations mènent à la conclusion que la fonction du marché boursier est limitée à un rôle de marché d'appoint. Les possibilités de reprise par voie d'opa sont très limitées, en fait exclues. Les cours ne devraient dès lors pas refléter de prime de contrôle. La fonction de la course comme moyen de liquidation d'une participation est restreinte, voire pour certaines actions déterminées assez théorique.

9. — Dans ce qui précède il n'a pas été tenu compte des liens qui existent entre les investisseurs institutionnels et les groupes qui contrôlent les principales sociétés cotées. Certains craignent en effet que les investisseurs institutionnels, plus spécialement les OPCVM pourraient être utilisés en vue de renforcer la mainmise d'une société dans laquelle un groupe détient déjà une participation importante. Une telle constatation aboutirait à encore restreindre le nombre de titres techniquement disponibles sur le marché et dans certains cas, à faire basculer le contrôle majoritaire.

Il n'y a pas de preuve permettant d'affirmer cette allégation.

(8) P. ex. dans le cas de Solvay.

(9) P. ex. dans le cas de Solvay, GIB, Electrafina, GBL, Almanij, CBR.

CHAPITRE II. ENCADREMENT JURIDIQUE.

10. — Les investisseurs institutionnels agissent dans le cadre de réglementations qui influencent leur liberté d'action tant par rapport au marché que par rapport aux sociétés dans lesquelles ils investissent.

Ces réglementations sont relativement complexes.

Section 1. *Restrictions réglementaires des investissements.*

11. — Pour des multiples raisons (répartition des risques, maintien d'une liquidité suffisante dans le marché, éviter que les investisseurs institutionnels ne deviennent des sociétés holding) la réglementation en vigueur dispose très souvent que les investisseurs institutionnels devront limiter leurs portefeuilles dans les titres d'un émetteur déterminé soit à un certain pourcentage des titres émis, soit à un pourcentage de leur portefeuille, soit encore par rapport aux deux critères, appliqués cumulativement.

§ 1 *Les entreprises d'assurance*

12. — En ce qui concerne les entreprises d'assurance, la réglementation actuelle limite leurs placements en actions d'une part à 25 % du total des réserves, d'autre part à 5 % de ces réserves en ce qui concerne leurs placements en actions d'une même entreprise déterminée(10). La règle vaut pour les sociétés tant cotées que non cotées. La règle n'est pas discriminatoire dans la mesure où les placements en actions ou obligations étrangères sont soumises aux mêmes restrictions, sauf qu'une décision supplémentaire est nécessaire pour les valeurs étrangères non cotées en Belgique(11). Mentionnons que l'acquisition de certificats de fonds de placement belges est limitée à 5 % des réserves.

Pendant aucun des cinq derniers exercices, les entreprises d'assurance belges n'ont dépassé le seuil de 15 %.

(10) Art. 10, § 1, al. 2, 5°, A.R. 22 février 1991.

(11) Art. 10, § 1, al. 2, 6°, A.R. 22 février 1991 (autorisation de l'FOCA).

Placements en actions des entreprises d'assurance belges					
	1986	1987	1988	1989	1991
Montant M.BEF	83	111	86	130	143
% du portefeuille	11,7	13,8	9,6	12,1	12,2

§ 2 *les OPCVM*

13. — Des règles similaires existent pour les OPCVM. Les OPCVM qui répondent aux conditions de la directive européenne de 1985, ne peuvent détenir que des actions émises par des sociétés cotées, que ce soit sur une bourse établie au sein de la Communauté ou sur des marchés boursiers de pays tiers. La notion de cotation est la notion usuelle, utilisée dans plusieurs directives européennes, à savoir, celle des « marchés réglementés et de fonctionnement régulier, reconnus et ouverts au public »(12).

La répartition des risques est atteinte au moyen de deux ratios : d'une part les OPCVM ne peuvent investir plus de 5 % de leurs actifs dans des valeurs — y compris des options — émises par un émetteur déterminé. Toutefois, ce ratio est fixé à 10 % pour autant que l'ensemble des valeurs ainsi dépassant les 5 % n'excèdent pas 40 % du portefeuille. Ce même ratio de 10 % est applicable aux actions sans droit de vote(13). L'acquisition de titres non cotés est permise pour un montant n'excédant pas 10 % du total du portefeuille(14).

Conformément à la règle générale formulée par la Directive, la réglementation belge énonce en des termes généraux l'obligation reposant sur les OPCVM de s'abstenir d'intervenir dans la gestion des sociétés dans lesquelles elles investissent : selon l'article 42, § 1, « *une société de gestion et une société d'investissement ne peuvent acquérir des actions assorties du droit de vote lui permettant d'exercer une influence notable sur la gestion d'un émetteur* ».

Des règles similaires sont applicables aux OPCVM qui ne désirent pas qualifier pour le régime de libre circulation sous la directive.

(12) Voy. pour la directive du 20 décembre 1985 ; 85/611/CEE, J.O. L 375, du 31 décembre 1985, 3-18.

(13) Art. 42, § 2, A.R. 4 mars 1991.

(14) Art. 35, § 3, A.R. 4 mars 1991.

Placements en actions par les OPCVM belges en M. BEF — source : C.B.F. Fln 1991				
	fonds	sicaves	total	%
actions belges cotées	84336	41175	125511	42,8
actions belges non cotées	1043	259	1302	0,44
actions étrangères	18258	14861	33119	11,3
autres valeurs	5458	3160	8618	2,94
obligations	69383	27513	96896	33,08
liquide	17717	9675	27392	9,35
total portefeuilles	196195	96643	292838	100,0

§ 3 *Les fonds de pension ou « institutions privées de prévoyance »*

14. — En ce qui concerne les fonds de pension, les règles relatives aux placements autorisés ont été déterminées dans un AR du 15 mai 1985. Parmi ces règles nous mentionnons en particulier que l'autorisation de détenir des actions ou obligations émises par une même entreprise est limitée à 5 % du montant total des réserves ou provisions techniques.

En valeurs non cotées ces fonds peuvent acquérir jusqu'à 30 % de leurs réserves ou provisions techniques (15), à condition toutefois qu'aucune de ces valeurs n'excède 3 %. Les actions, obligations ou créances émises par la société dont le personnel bénéficie du fonds de pension — ne peuvent dépasser 15 % du montant total des réserves ou provisions techniques.

15. — Ces limites techniques ne résolvent toutefois pas toutes les questions.

La réglementation sur les entreprises d'assurance ne contenant pas de limitation par rapport au pourcentage des actions acquises — mais seulement par rapport aux réserves — il n'en découle pas de restrictions semblables à celles imposées aux OPCVM. Par ailleurs, les restrictions ne sont applicables qu'au remploi de leurs réserves techniques et non de leurs fonds propres. Dès lors, certaines entreprises d'assurance ont pris des participations de

(15) L'évaluation se fait sur base des cours indicatifs publiés par la Bourse, sur base du rendement ou de toute autre méthode admise par l'Office de Contrôle des Assurances.

contrôle dans des entreprises bancaires, l'inverse n'étant permis qu'avec l'autorisation de la Commission bancaire et financière (16).

Mentionnons le pourcentage relativement limité de titres que les entreprises d'assurance détiennent dans des sociétés non cotées. Le reproche qui leur est parfois fait à ce sujet, n'est peut-être pas très justifié : en investissant dans des titres non cotés les risques sont beaucoup plus élevés. Les assureurs ne sont pas bien armés pour assumer le suivi de ces investissements, et l'on a constaté que certains déboires ne leur ont pas été épargnés, notamment par manque d'expérience.

16. — En ce concerne les OPCVM, il ne suffit pas de fixer des limites par OPCVM, vu que de très nombreux fonds sont gérés par les mêmes sociétés de gestion, entraînant ainsi une concentration du pouvoir décisionnel aux mains de mêmes personnes. La liquidité est entravée lorsque les pourcentages ainsi détenus deviennent considérables, obligeant les gestionnaires à garder les titres en portefeuille et à rechercher d'autres moyens d'optimisation de leur rendement.

C'est une des raisons qui plaident en faveur d'une limitation du volume du portefeuille des investisseurs institutionnels, ce que certains investisseurs institutionnels étrangers ont d'ailleurs mis en pratique de façon spontanée.

17. — Les institutions de crédit ne seront guère mentionnées dans l'exposé qui suit : jusqu'il y a quelques mois, elles ne pouvaient pas détenir des actions. Le portefeuille constitué depuis lors est essentiellement un portefeuille de « trading ». Si l'on défalque les participations que quelques grandes banques détiennent dans d'autres banques cotées en bourse (17), le pourcentage n'excède pas 0,90 % de la capitalisation boursière.

Section 2. La réglementation du droit de vote des investisseurs institutionnels

18. — Sur le plan de l'exercice du **droit de vote**, les réglementations applicables aux assureurs, OCPVM et fonds de pension présentent des différences non négligeables. Il n'existe pas d'in-

(16) Voy. CBF, Rapports annuels, 1987-1988, 37 ; 1989-1990, 40 ; 1990-1991, 36 e.s.

(17) A savoir dans la Banque Nationale, Belgolaise, Crédit général et Credicom.

formations disponibles sur la façon dont les investisseurs institutionnels exercent en pratique leur droit de vote.

Les sociétés d'assurance ne sont soumises à aucune limitation en ce qui concerne le droit de vote afférent aux titres détenus en portefeuille. Elles peuvent agir selon leurs propres vues et dans leur propre intérêt. Sous réserve de ne pas nuire aux intérêts des assurés, elles agissent librement. Elles ne sont pas considérées comme étant tenues à des obligations fiduciaires vis-à-vis de leurs assurés. À cet égard, il n'y a pas de limitation quant à la politique qu'elles désirent poursuivre en tant qu'actionnaire.

19. — La situation des OPCVM est différente : ils sont soumis à l'obligation légale d'agir dans l'intérêt exclusif de leurs participants investisseurs. Contrairement à ce qui était le cas sous la législation de 1957, l'exercice du droit de vote leur a été expressément accordé par la loi du 4 décembre 1990.

Les OPCVM organisés sous la forme de société ayant la personnalité morale ont, de par cette caractéristique, la faculté d'exercer le droit de vote afférent aux actions détenues en portefeuille. Cette faculté n'influence pas la question de savoir quels sont les intérêts devant être pris en considération : comme toute autre décision de l'OPCVM, seuls les intérêts des participants peuvent être pris en compte(18). Dans certains cas, une obligation de voter doit être admise. Toutefois, la réglementation belge, reflétant sur ce point la directive européenne, dispose que les OPCVM ne peuvent « *acquérir d'actions assorties du droit de vote lui permettant d'exercer une influence notable sur la gestion de l'émetteur* »(19).

Une question qui se pose est de savoir si la notion d'influence « notable » est la même que celle utilisée dans la Septième directive sur les comptes consolidés. La Septième directive distingue l'influence « dominante » ou de contrôle, de l'influence « notable » cette dernière étant l'influence exercée « *sur la gestion et la politique financière d'une entreprise* », présumée exister à partir d'une participation de 20 % ou plus(20) et menant à la mise en équivalence de la participation. Dans la mesure où la Septième directive vise une forme d'influence relativement prononcée, existant

(18) Art. 108, L. 4 décembre 1990.

(19) Art. 42, § 1, A.R. 4 mars 1991, art. 126, L. 4 décembre 1990.

(20) Voy. Septième directive du 9 octobre 1978, 78/855/CEE, *J.O.*, L 295, du 20 octobre 1978, 36-43, art. 33.

à partir d'un seuil de 20 %, il est logique d'interdire une telle participation par un OPCVM dans la gestion d'une société. Il ne semble pas que la directive de 1985 ait voulu viser des cas d'intervention moins prononcés. L'argument que les OPCVM ne pourraient intervenir dans la gestion que sur base de participations ne dépassant pas les 5 % n'est pas fondé : la règle a été formulée pour tous les fonds, et non pas par entité.

20. — En ce qui concerne les fonds de placement, organisés sous forme d'indivision, la loi du 4 décembre 1990 a clarifié la situation antérieure : « *le règlement de gestion (du fonds de placement) détermine les conditions dans lesquelles la société de gestion est habilitée à exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par le fonds de placement* »(21). Le droit de vote, comme toute autre activité ou décision de l'OPCVM, ne peut être exercée que dans l'intérêt exclusif des participants(22). Il en résulte que des conventions sur le droit de vote ne peuvent être admises(23), et que lorsque l'exercice du droit de vote est susceptible de créer un conflit d'intérêt, le rapport annuel de l'OPCVM devra mentionner et justifier « *la manière dont le droit de vote a été, ou n'a pas été exercé* »(24).

Une recherche limitée et non systématique, a permis de constater que les règlements de gestion de la plupart des fonds contiennent une disposition autorisant la société de gestion à exercer le droit de vote, sans qu'aucune obligation à cet effet ne soit stipulée.

En pratique, il semblerait que les fonds sont plutôt hésitants à prendre part au vote, certainement lorsque des matières sujettes à controverse figurent à l'ordre du jour. Leur moyen d'expression préféré consiste essentiellement à suivre la « Wall Street rule » ce qui revient à « voter avec les pieds ».

21. — En ce qui concerne les fonds de pension, ils sont soumis au régime des entreprises d'assurance et disposent de la même liberté de vote. Il n'y a pas d'information disponible à leur sujet.

22. — Des questions comparables peuvent être posées concernant d'autres aspects de la détention d'actions par les investisseurs institutionnels : peuvent-ils librement acheter et vendre,

(21) Art. 112, L. 4 décembre 1990.

(22) Art. 21, § 1, A.R. du 4 mars 1991.

(23) Art. 126, § 2, L. 4 décembre 1990.

(24) Art. 21, § 2, A.R. du 4 mars 1991.

prendre des positions spéculatives sur les titres de sociétés, préférer des actions à des dividendes lorsque ces derniers sont payables en actions ? Quid de l'exercice des droits de souscriptions ?

En fait toutes ces questions relèvent du sujet général des obligations fiduciaires auxquelles les investisseurs institutionnels sont tenus : agissant pour des tiers, ils doivent placer les intérêts de ces derniers avant les leurs.

Section 3. *Maîtrise des conflits d'intérêt.*

23. — Seule la réglementation sur les OPCVM contient des dispositions relatives aux conflits d'intérêt. Selon l'art. 123 de la loi du 4 décembre 1990, le Roi détermine « *les règles à respecter par les sociétés d'investissement, par les sociétés de gestion et par les dépositaires en vue d'éviter qu'ils ne se trouvent en situation de conflit d'intérêt avec les participants* ». Rappelons la disposition interdisant la convention relative au droit de vote ou imposant certaines informations en cas de conflit d'intérêt (25).

L'A.R. du 4 mars 1991 élabore certaines règles sur les conflits d'intérêt en interdisant essentiellement les opérations de contrepartie hors bourse autres que dans le cadre d'une émission publique, ou les opérations concernant des actifs autres que des valeurs mobilières (26).

Il n'y a pas de dispositions similaires dans la réglementation sur les assurances, ni dans celle sur les fonds de pension, les droits des participants n'ayant pas directement comme objet les actifs dans lesquels les fonds collectifs ont été investis.

CHAPITRE III. LE DROIT DE SOCIÉTÉS ET LA INSTITUTIONNELS AU SEIN DES PRÉSENCE ENTREPRISES D'INVESTISSEURS COTÉES.

Quels sont les domaines dans lesquels le droit et la pratique des sociétés est appelée à prendre en considération la présence des investisseurs institutionnels et notamment de tenir compte de leur position spécifique. Les investisseurs institutionnels peuvent-ils s'immiscer dans la vie sociale ?

(25) Art. 126, § 2, mentionné *supra*.

(26) Art. 20, A.R. du 4 mars 1991.

Section I. *Le droit de vote*

24. — Étant donné que le législateur a donné aux investisseurs institutionnels le droit de participer et de voter aux assemblées générales, il semble logique qu'ils exercent ce droit de vote afin d'y faire connaître leur point de vue sur la qualité de la gestion et l'orientation de politique générale de la société. En général, les investisseurs institutionnels votent en faveur de l'équipe en place, ce qui ne doit pas étonner pourvu que l'investisseur institutionnel garde sa liberté d'appréciation.

Émettre un vote négatif est beaucoup plus délicat et peut avoir des effets pervers sur le cours de bourse de l'action, dans la mesure où ce vote de censure indique le manque de confiance de l'investisseur institutionnel dans l'équipe en place. Émettre un vote négatif ne pourrait dès lors être envisagé que lorsque des motifs spécifiques président à la décision. Selon les circonstances, on pourrait même concevoir l'obligation reposant sur l'investisseur institutionnel de motiver sa décision. Dans certaines situations marginales ne pourrait-on conclure qu'un vote intempestif pourrait être constitutif d'un comportement fautif ? La liberté de vote de l'actionnaire, par ailleurs largement admise en droit des sociétés, pourrait ainsi se trouver restreinte dans le chef d'un investisseur important, qui sans être actionnaire de contrôle actuel ou potentiel, représente un poids et exerce une fonction particulière au sein de la société.

Le vote négatif ne doit pas être totalement exclu : il fait partie des moyens d'action ou de pression dont l'investisseur institutionnel dispose lorsqu'il constate que, malgré ses efforts, certaines décisions sont prises ou ne sont pas prises qui nuisent trop directement à l'intérêt des investisseurs. Ainsi les investisseurs institutionnels anglo-saxons s'opposent très largement aux décisions qui éliminent le droit de souscription préférentiel, ou qui introduisent des « *poison pills* ». Il s'agit là de décisions qui sont de nature à avoir directement une influence défavorable sur la valeur des actions détenues en leurs portefeuilles.

Avant de faire appel au vote négatif en tant que moyen formel, il est souhaitable que l'investisseur institutionnel prenne contact avec la direction, lui expose son point de vue et essaie de la convaincre du bien-fondé de sa position. Lorsque ces contacts

privés n'aboutissent pas au résultat souhaité, l'investisseur institutionnel peut toujours exprimer publiquement son opinion à l'assemblée générale, et provoquer un vote de confiance. Un investisseur institutionnel qui a voté en faveur du conseil pendant plusieurs années donne un signal particulièrement alarmant en recourant au vote négatif. Dans la pratique il est largement conseillé de n'émettre un tel vote qu'après prise de contact avec le conseil et tentative de convaincre le conseil du bien-fondé des modifications ou correctifs suggérés. Le fait que le conseil n'a pas jugé nécessaire de donner suite aux observations ainsi formulées par l'investisseur institutionnel sera généralement interprété par les autres actionnaires et par le marché comme un signe précurseur d'une rupture de confiance.

25. — Une abstention de voter ne semble en général pas souhaitable : l'abstention ne confère aucun message à la direction, et, eu égard au comportement habituel des investisseurs institutionnels, affaiblit plutôt leur position. L'absence d'attitude positive vis-à-vis de la direction n'est pas de nature à faciliter les contacts lors de problèmes ultérieurs, lorsqu'un climat de confiance et de compréhension pourrait utilement contribuer à mieux résoudre les points de friction.

26. — Dans le chef de la direction et des actionnaires de contrôle il est important de tenir compte de l'existence d'actionnaires importants qui, sans exercer pour cela le contrôle de la société, peuvent avoir une influence non négligeable sur l'avenir de celle-ci. Une collaboration intelligente et ouverte est dès lors préférable à des rapports formalistes voire mêmes tendus.

Faut-il en conclure que l'investisseur institutionnel doit être impliqué dans le contrôle de la société ? La réponse est certes négative : l'investisseur institutionnel ne sert pas les intérêts de la société, mais ceux des participants dans ou bénéficiaires de ses investissements. Il s'agit plutôt de trouver un meilleur équilibre entre les différents intérêts en présence, ceux de l'investisseur institutionnel étant spécifiquement axés sur la maximalisation, à moyen ou à long terme, des placements qu'ils ont faits.

En revanche, inclure des investisseurs institutionnels dans les syndicats d'actionnaires semble plutôt incompatible avec la fonction même de l'investisseur institutionnel et de son obligation

fiduciaire(27). L'obligation pourrait toutefois être différente selon la nature du lien qui lie l'investisseur institutionnel aux bénéficiaires : ainsi pourra-t-on hésiter quant à savoir si une entreprise d'assurance pourrait faire partie d'un syndicat d'actionnaires, alors que la réponse est négative pour les OPCVM. Le législateur belge a, à tout le moins pour les OPCVM, clairement adhéré à cette analyse, en leur interdisant toute convention de vote(28).

La question peut être particulièrement délicate pour les fonds de pension qui ont pris une participation importante dans le capital de la société et dont les bénéficiaires sont les propres travailleurs. Le conflit d'intérêt est inhérent à ce genre de structure et soulève des questions fondamentales quant à la participation des travailleurs dans la société dont les actifs garantissent leur pension.

27. — Des questions similaires se posent en ce qui concerne le rôle des investisseurs institutionnels en matière de sollicitation publique de procurations : un investisseur institutionnel pourrait-il lancer lui-même une telle sollicitation publique, tel que prévu à l'article 74 § 3 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales(29) ? À la différence de la participation à un syndicat d'actionnaires, la sollicitation de procurations ne vise en général pas une prise de contrôle. L'objectif de l'initiative peut être beaucoup plus limitée et par exemple ne viser que des actions ponctuelles, telles une augmentation du dividende, la désignation d'administrateurs indépendants, la démission d'un directeur particulièrement peu compétent pour les affaires de la société, ou, comme cela s'est produit au Royaume-Uni, d'un directeur qui s'était négocié une rémunération trop plantureuse. par rapport à la situation difficile de la société. Dans ces cas, une sollicitation de procurations sans qu'il y ait tentative de prise de contrôle est dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires. Le moyen pourrait dès lors être mis en œuvre par les investisseurs institutionnels.

Remarquons que l'organe de contrôle américain vient d'approuver une nouvelle réglementation autorisant une meilleure

(27) L'article 74*bis* limite la validité des conventions d'actionnaires aux conventions conclus dans l'intérêt de la société. La défense des intérêts des actionnaires de contrôle contribue à sa stabilité. Dans la mesure où le fonctionnement du marché n'en est pas paralysé, la convention pourrait être conforme à l'objectif social.

(28) Art. 126, § 2, L. 4 décembre 1990.

(29) Modifié par la loi du 18 juillet 1991.

participation des investisseurs institutionnels aux campagnes de sollicitation de procurations(30).

28. — Que l'action sociale minoritaire soit intentée par des investisseurs institutionnels est déjà entré dans les mœurs en Belgique. Dans l'affaire Wagons-Lits des sociétés d'investissement à capital variable ont intenté un recours contre le groupe français Accor sans que la recevabilité de leur action ait été mise en doute(31).

Lorsque l'action est intentée par un fonds de placement, dénué de personnalité morale, il échet toutefois d'observer que la société de gestion n'est pas habilitée à représenter les porteurs de certificats. Seuls ces derniers pourraient agir en justice, sauf si les procurations émane de tous les participants sans exception aucune. Cette règle rend une action judiciaire pratiquement impossible.

Section 2. *Influence sur la composition des organes sociaux*

29. — La composition des organes sociaux (conseil d'administration, organe de surveillance, organe de contrôle, commissariat aux comptes ou réviseurs) est un des domaines dans lesquels, notamment au Royaume-Uni, les investisseurs institutionnels sont régulièrement intervenus. Lorsque le conseil de la société ne fonctionne plus efficacement, que les administrateurs ne semblent plus contrôler la situation ou que leurs commissaires aux comptes n'inspirent plus de confiance, les actionnaires n'ont pas seulement le droit d'intervenir, mais certains actionnaires plus particulièrement ceux qui sont chargés d'une mission de gestion en matière d'épargne collective — sont même obligés de prendre une initiative. Certaines actions entamées par des investisseurs institutionnels ont abouti à mettre fin au mandat de certains administrateurs, voire même du président du conseil d'administration ou encore à faire remplacer les réviseurs.

À part quelques actions ponctuelles, largement remarquées et commentées dans la presse, il y lieu d'attirer l'attention sur une modification structurelle qui est largement — mais pas uniquement — due à l'intervention des investisseurs institutionnels. Il

(30) Sec Release n° 34-31326, amendments 17 CFR 240 and 249.

(31) Bruxelles (Com.), 10 septembre 1992, *J.T.*, 1992, 719 e.s.

s'agit de l'exigence de faire nommer au sein du conseil un certain nombre d'administrateurs indépendants. Selon la source utilisée, on parle de « *independent directors* », de « *non-executive directors* », de « *outside directors* ». L'approche anglo-saxonne se situe essentiellement dans la perspective d'un conseil unique. Dans les pays où l'on opérerait pour scinder le conseil et établir un conseil de surveillance, le rôle des « *independent directors* » peut largement être assumé par le conseil de surveillance.

La nomination d'administrateurs indépendants et pas seulement externes vise à promouvoir l'objectivité et la « *neutralité* » de la gestion de la société. C'est essentiellement dans les problèmes délicats, surtout lorsqu'il y a de sérieux conflits d'intérêt ou que l'existence même de la société est mise en cause, que ces personnes qui bien que suffisamment au courant des affaires sociales mais ne se trouvent pas dans un lien de dépendance par rapport aux membres « *internes* », sont appelés à jouer un rôle crucial (32).

30. — Peut-on appliquer la même philosophie aux entreprises du continent européen, où la structure de l'actionariat et dès lors du pouvoir est profondément différente de celle qui prévaut dans les pays anglo-saxons ? En effet, dans les pays anglo-saxons, c'est en vue de rééquilibrer la balance du pouvoir en faveur de l'actionariat que des administrateurs indépendants ont été nommés : le management, les administrateurs « internes » avaient concentré tant de pouvoirs au sein de la société qu'un ou des contre-pouvoirs s'imposaient. Les réviseurs, et plus récemment les administrateurs indépendants font partie de cette recherche d'équilibre.

Dans nos entreprises européennes, le pouvoir est généralement entre les mains des actionnaires de contrôle, pas toujours majoritaires : faut-il un contre-pouvoir à celui des actionnaires ? L'actionnaire n'est-il pas celui qui en dernier ressort prend les décisions ultimes et — sous réserve d'abus de droit — n'est pas tenu de motiver ses décisions ?

31. — La question ne peut être posée en des termes aussi théoriques, aussi absolus et quelque peu manichéens : le pouvoir de

(32) Voy. Bank of England. Discussion Paper : Corporate governance and the market for companies : aspects of the shareholders' role, Discussion Paper 44, November 1989 ; on mentionnera également le Cadbury Report, publié en 1992, « Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance », 27 mai 1992, dont les recommandations ont inspirées les textes du présent rapport.

décision de l'actionnaire de contrôle est fonction de l'importance de sa participation et n'est jamais illimité.

Au niveau de la société, — et non de l'entreprise(33), la société étant le seul niveau qui sera abordé ici — et dans le cadre du seul fonctionnement de celle-ci, on constate une perception de plus en plus aiguë des matières dans lesquelles une approche des réalités sociales et une prise de décision objectives sont nécessaires. C'est essentiellement dans le domaine des « conflits d'intérêts » que le besoin s'est fait sentir, cette notion devant être comprise dans un sens très large, y compris les cas dans lesquels l'information du conseil était maîtrisée par les administrateurs internes.

La matière des conflits d'intérêt a fait l'objet d'une nouvelle réglementation en Belgique. Celle-ci ne donne pas satisfaction, pour des raisons qui seraient trop fastidieuses d'exposer ici. Elle ne permet en outre pas de résoudre les matières visées ici.

32. — Dans de nombreux cas, les administrateurs sont amenés à devoir trancher des questions qui touchent directement à leurs intérêts ou à ceux de certains d'entre eux : la recherche d'un nouveau président du conseil ou du comité de direction, la recherche de nouveaux administrateurs parmi les hauts cadres de la société, la politique à suivre en matière de diversification résultant souvent dans une tendance à la formation d'empires économiques peu rentables et les décisions de désinvestissement qui en résultent comptent parmi les matières où une vue objective, extérieure aux seuls intérêts des administrateurs internes peut être utile. On ne peut raisonnablement attendre une décision objective, motivée par le seul intérêt de la société lorsque la décision est le résultat des tractations entre les personnes intéressées. D'aucuns recommandent de faire appel à des experts extérieurs. Une connaissance plus approfondie de la société et des hommes qui la commandent est exigée. En confiant ces matières à des administrateurs spécialisés, se réunissant en des comités spécialisés, on peut espérer des décisions meilleures et mieux équilibrées sans que ce processus n'entrave le bon fonctionnement de la société.

(33) En effet, si on se place au niveau de l'entreprise, la gamme des intérêts à prendre en considération est beaucoup plus large que ceux des seuls actionnaires de contrôle. Une juste balance des intérêts peut exiger une prise de décision équilibrée et objective.

La jurisprudence fournit de nombreux exemples où les administrateurs indépendants ont été appelés à jouer un rôle important.

Le cas le plus tranché est celui de l'OPA agressive et d'autres situations assimilables. Lorsqu'il s'agit de mettre en œuvre des mécanismes de défense, peut-on laisser la décision aux seuls administrateurs représentant l'actionnaire de contrôle et livrer ainsi les actionnaires minoritaires à la décision intéressée de ce dernier ? C'est la solution belge, plutôt défavorable aux intérêts des investisseurs(34).

En cas de MBO ou de LBO, des situations analogues se produisent : peut-on admettre que les acheteurs décident du prix de la transaction ?

La matière de la rémunération des administrateurs est un sujet largement absent des discussions en droit de sociétés : il s'agit d'un cas typique où les administrateurs indépendants pourraient arriver à une décision plus objective et moins sujette à discussion par après.

Mentionnons, parmi les problèmes délicats et souvent débattus la question des groupes de sociétés, essentiellement une matière de conflits d'intérêts(35).

Section 3. *La communication*

33. — Parmi les questions plutôt délicates, il y a celles soulevées par l'application éventuelle des réglementations sur les informations privilégiées, plus particulièrement aux rapports privilégiés existant entre certaines sociétés cotées et leurs principaux investisseurs institutionnels. Ces derniers peuvent-ils recevoir des informations qui ne sont pas à la disposition de tout actionnaire ? Peut-on différencier l'information selon la nature ou l'importance de la participation ?

Une attitude défendable mais trop peu nuancée et éloignée des réalités financières consiste à dire que tous les actionnaires étant égaux, ils doivent tous être traités de la même façon. Une information fournie à un investisseur doit être mise à la disposi-

(34) Voy. nos réflexions, Verplicht overnamebod, een kritische ontleding, Bank-Fin, 1992, 85, e.s.

(35) Voy. à ce sujet, E. WYMEERSCH, in CDVA, Modes de rapprochement structurel des entreprises, Story-Scientia, 1988, 191, e.s.

tion de tous, et cela afin d'éviter tout risque à l'égard tant des interdictions relatives aux informations privilégiées(36) que de la responsabilité des administrateurs pour traitement inégal des actionnaires(37).

L'interdiction de fournir des informations privilégiées ne concerne pas toute l'information, mais vise uniquement celle qui répond à la définition légale, formulée e.a. par la directive européenne et par l'article 181, al. 1^{er}, de la loi belge du 4 décembre 1990. Ainsi, rien n'empêche la société de communiquer à ceux qui le demandent des renseignements sur l'évolution générale de la société, et des marchés, sur les évolutions en cours, sur les relations sociales, etc. Sur le plan de l'égalité de traitement, il suffit que l'information soit accessible, sans qu'elle soit effectivement fournie à tout actionnaire, ce qui serait effectivement irréaliste.

Toutefois, dès qu'une information spécifique ainsi communiquée est « *de nature à influencer de manière sensible* » le cours de bourse, l'investisseur institutionnel tombera sous la prohibition légale et devrait s'abstenir d'opérer sur le marché. Des situations très délicates peuvent ainsi se présenter, plaçant l'investisseur institutionnel devant le choix entre deux obligations, l'une envers les bénéficiaires de sa gestion, l'autre envers le marché.

Dans la mesure où l'on peut distinguer l'information privilégiée des autres informations, on peut admettre que des consultations et des échanges de vue puissent avoir lieu avec la direction de l'entreprise concernée. Dans le chef de la société, il serait toutefois prudent de ne pas limiter ces contacts à un seul investisseur institutionnel et de faire bénéficier plusieurs investisseurs institutionnels des informations ainsi divulguées.

La pratique, parfois suivie dans les pays Anglo-saxons selon laquelle les investisseurs institutionnels sont consultés par la société sur la voie à suivre, plus particulièrement dans les situations les plus délicates, n'est pas critiquable dans la mesure où il n'y a pas de communication d'information ayant un caractère suffisamment précis. En effet, un dialogue constructif avec d'importants actionnaires est préférable à des actions unilatérales qui affaibliraient la confiance dans la société.

(36) Art. 183, L. 4 décembre 1990.

(37) Sur base de l'article 2, § 1, A.R. 18 septembre 1990.

CONCLUSION

34. — L'importance grandissante des investisseurs institutionnels comme actionnaires des sociétés cotées en bourse est de nature à influencer la vie sociale et les pratiques usuelles. Le droit doit tenir compte de ces nouvelles réalités.

La présence d'investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires importants dans les sociétés cotées soulève un certain nombre de questions, d'une part, dans le chef de ces sociétés, d'autre part dans celui des investisseurs institutionnels. Les exigences des deux parties doivent être mises en harmonie. Les sociétés ne peuvent traiter les investisseurs institutionnels comme des investisseurs temporaires et provisoires sans plus — ceux que l'on aime tant fustiger comme des « spéculateurs » — mais doivent au contraire les considérer comme des partenaires intéressés dans la conduite des affaires à moyen, voire à long terme.

D'autre part, et prenant en compte l'exiguïté des marchés, les investisseurs institutionnels se rendent compte que certaines de leurs participations les plus importantes n'ont plus la nature de « placements boursiers » réalisables quand bon leur semble. Soucieux de maximaliser leurs intérêts, ils doivent entamer le dialogue avec la société lorsqu'ils entrevoient des déficiences ou des problèmes dans la gestion de celle-ci. Le cas échéant, on admettra qu'ils réclament une action ponctuelle ferme de la part de la société. Toutefois, il vaut mieux prévenir que guérir : une communication ouverte entre les parties, et des structures adéquates visant à assurer la qualité et l'objectivité de la gestion sont de nature à mieux établir la confiance indispensable au bon développement de la société. Ainsi les investisseurs institutionnels rempliront pleinement leur fonction de financement du capital à risque des entreprises sans mettre en péril les fonds qui leur ont été confiés.

*

* *

POSTSCRIPTUM 2015

1. — Relire en 2015 un texte écrit en 1992 est comme une visite au musée : on y rencontre bon nombre d'antiquités, certains fossiles d'un temps passé, mais aussi de jeunes pousses annonçant une ère nouvelle.

Il est frappant de constater que beaucoup de symboles de la puissance économique de la Belgique ont disparu, absorbés la plupart du temps par des groupes étrangers, toujours très actifs en Belgique.

2. — Cette double observation convient également à cette étude, consacrée au rôle des investisseurs institutionnels, tels qu'on les identifiait à cette époque.

3. — Dès lors que l'étude était tombée dans l'oubli, aussi bien des organisateurs des Journées Dabin que de son auteur, on peut se demander s'il était encore utile de la publier aujourd'hui, près 25 ans plus tard.

La valeur ajoutée d'une telle entreprise est uniquement historique. C'est la raison pour laquelle j'ai répondu positivement à l'appel des initiateurs de cette publication afin de pouvoir ajouter quelques considérations sur les multiples changements intervenus depuis ce quart de siècle.

4. — Plusieurs points sautent aux yeux : le panorama économique et boursier de 1992 est largement remplacé par de nouveaux acteurs, souvent contrôlés à partir de l'étranger : sur les 20 sociétés du Bel 20 actuel, seules 7 y figuraient en 1992.

Généralement par rapport à la capitalisation totale de la bourse belge, il y a une très forte concentration, une société représentant d'ailleurs presque la moitié de la capitalisation.

Quant au taux de concentration des participations, 31 sociétés sur 117 ont un actionnaire de contrôle direct ou indirect, alors que dans 46 — sur 117 — cas le taux se situait encore entre 25 et 50 %, les deux aboutissant à une moyenne de 35 %.

Les sociétés cotées belges sont donc fortement contrôlées, bien que moins fortement qu'avant la crise financière.(38)

La forte concentration de l'actionnariat explique le manque de liquidité de la bourse belge ou le rôle limité de l'assemblée générale :

(38) Th. LAMBERT et G.A. TESOLIN, « Évolution et structure de l'actionnariat bruxellois », *Forum financier/Revue bancaire et financière*, 2014/5, pp. 409-422.

les décisions sur les comptes annuels sont généralement approuvées à 99 %, bien qu'en matière de rémunération des administrateurs, certains actionnaires expriment parfois leur mécontentement (39).

On peut se demander si le vote consultatif sur les matières de rémunération — prévu dans la loi belge du 6 avril 2006 et dans une future directive européenne — aiguïsera leur sens critique (40).

5. — La définition de l'investisseur institutionnel utilisée en 1992 est restée largement inchangée : il s'agit toujours des compagnies d'assurance, des fonds de placement, ou OPVCM, et des fonds de pension privés.

Certaines nouvelles catégories doivent y être ajoutées, à savoir les fonds alternatifs — *hedge funds* — et les fonds « private equity », dans les deux cas ne représentant qu'une fraction limitée de l'actionariat dans les sociétés cotées.

6. — La place relative des investisseurs institutionnels par rapport au marché belge est difficile à mesurer.

Alors que la part prise par les institutionnels a quelque peu progressé (6,7 % de la capitalisation, en hausse), ce chiffre n'inclut que les participations dépassant le seuil de déclaration, fixé par la loi fixe à 5 %.

Bon nombre d'institutionnels répartissent leurs placements sur un grand nombre de lignes, ce qui peut laisser supposer que leur part est plus importante.

7. — En revanche, on ne dispose pas de chiffres quant au volume des placements des institutionnels belges dans des actions émises par des sociétés cotées en Belgique.

8. — Si pour la période 2003-2013, le volume des actifs gérés par les OPC de droit belge est resté assez constant, à un peu moins de 100 milliards avec un maximum de 127 milliard en 2007, le volume des actions en sociétés belges a oscillé aux environs de 30 milliards, ce qui revient à moins de 10 % de la capitalisation boursière belge.

(39) Chr. VAN DER ELST, « Rules and practices of executive service contracts in Belgium » *Executive directors' remuneration in comparative corporate perspective* (dir. Chr. VAN DER ELST), European Company Law Series, vol. 11, Wolter Kluwer, pp. 121-152, notamment le cas Ageas, p. 145.

(40) Voy. sur ce sujet ; Chr. VAN DER ELST, « Rules and practices of executive service contracts in Belgium » *Executive directors' remuneration in comparative corporate perspective* (dir. Chr. VAN DER ELST), European Company Law Series, vol. 11, Wolter Kluwer, pp. 121-152.

Les compagnies d'assurance ont quant à elles vu leurs portefeuilles actions diminuer de 45 milliards à 27 milliards entre 2006 et 2013, chiffres se rapportant à des actions tant belges qu'étrangères.

Les deux secteurs en question détiennent environ 60 milliards d'actions belges, ce qui pourrait au total correspondre à environ 20 % de la capitalisation boursière du marché belge fin 2013(41).

En face d'actionnaires concentrés ou agissant de concert, disposant en moyenne de 35 % des actions, on comprend que les institutionnels sont des investisseurs purement financiers, n'agissant pas activement, au moins en assemblée générale, laquelle est devenue largement une chambre d'entérinement.

Toutefois, le phénomène de l'actionnaire activiste n'est pas inconnu et on peut s'attendre à ce que certains actionnaires institutionnels — surtout étrangers — joueront un rôle plus actif dans les sociétés belges, notamment au niveau des rémunérations(42)

9. — Plus significatives sont les modifications intervenues depuis 1992 sur le plan du rôle joué par les investisseurs institutionnels dans les États membres de l'Union européenne en général.

L'année 1992 peut à raison être désignée comme marquant le début du mouvement du *corporate governance*, puisque c'est l'année de la publication du Code Cadbury, *Financial Aspects of Corporate Governance*, qui posait les fondements de cette approche de la gestion des sociétés, surtout des sociétés cotées.

Fondé sur des concepts de pouvoir et de contre-pouvoir, le code traçait les règles de fonctionnement des conseils de sociétés, lesquels ne devaient pas être dominés par une partie, non exécutifs : une majorité d'entre eux devait être des indépendants, participants dans les comités du conseil, essentiellement les comités d'audit et de rémunération.

Ces idées ont été introduites dans la législation de beaucoup d'états et font depuis lors partie de la *bonne gouvernance*.

Cette première phase qui se concentrait sur le fonctionnement du conseil, a été complétée par un mouvement plus large qui met l'accent sur le rôle joué par les actionnaires, essentiellement mais pas uniquement dans le cadre de l'assemblée générale. « Rendre le

(41) La capitalisation boursière se rapporte à des actions belges et étrangères ; fin 2013 elles étaient de 308 milliards, avec un *free float* de 52 %.

(42) RHJ International, An Investment Case, Beyond Proxy.

pouvoir aux actionnaires » est un slogan qui s'est manifesté sous de nombreuses formes. Au début, l'idée se manifestait surtout de façon assez brutale, dans le cadre des OPA, souvent hostiles, ou — peu pratiquées en dehors des États Unis — sous forme de sollicitation de mandats de vote. Devant la pression des offrants, les dirigeants des sociétés, y compris les actionnaires qui les appuient, ne sont pas restés inactifs, et ont développés une panoplie de techniques de défense, dont certaines ont reçu l'aval du législateur européen dans les dispositions de la directive sur les OPA(43).

D'autres formes ont vu le jour plus récemment, certains actionnaires dit activistes — souvent des *hedge funds*, ou fonds privés/*private equity* mais aussi des actionnaires individuels — sont parvenus à faire fléchir la direction pour faire accepter des modifications parfois fondamentales, telles la vente d'une partie de l'activité de la société, le mariage forcé avec d'autres entreprises, ou, plus régulièrement, la présence au conseil de leurs représentants, voire même le renvoi de certains dirigeants (souvent des *CEO*).

10. — La tension entre actionnaires et dirigeants des sociétés cotées subsistera aussi longtemps que subsistera une divergence d'intérêts importante entre les deux.

Le droit a essayé de formuler une réponse, notamment en qualifiant de *fiduciaire* le rapport entre les uns et les autres, les dirigeants étant tenus de veiller aux intérêts des actionnaires.

L'idée, parfois suivie en jurisprudence, reste toutefois trop vague pour pouvoir offrir une ligne directrice pratique en cas de conflit. Elle prendra d'autres formes, de nouvelles tournures, comme par exemple en matière de conflits d'intérêts. Le droit belge a été un des précurseurs en la matière en imposant des règles permettant d'objectiver des transactions entre parties liées, et en imposant la transparence des accords conclus.

11. — Le législateur européen a entamé une nouvelle étape dans cette évolution en adoptant une directive permettant aux sociétés de connaître l'identité des actionnaires, instrument important pour les dirigeants en vue de leur permettre de contrecarrer des manœuvres hostiles(44).

(43) Article 12 of the Directive 2004/25 allows Member States to waive most of these anti-take over instruments.

(44) Voy proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des action-

En même temps, les investisseurs institutionnels seront obligés d'exercer leur droit de vote en assemblée, même si, généralement, ils se sont surtout abstenus dans le passé de participer au vote eu égard au pourcentage limité détenu par les institutionnels individuellement. Il est probable que cette règle contribuera également à renforcer la position des dirigeants en place.

Finalement, les investisseurs institutionnels qui détiennent des actions dans des centaines, voire de milliers de sociétés cotées, ne sont pas en mesure de participer aux assemblées générales : ils délèguent dès lors des agents qui les conseillent sur la façon d'exercer le devoir de vote pour des points déterminés.

En pratique, les votes sont émis à partir de schémas uniformes dressés par ces agents, par la force des choses sans consultation individuelle avec leurs mandants. Il en résulte une sous-culture, où les agents déterminent comment les votes seront émis, selon les concepts développés par eux et dans certains cas à partir d'une connaissance limitée des sociétés, voir même des règles du droit des sociétés local. Selon la directive, ces agents devront suivre un code de conduite, sans qu'il soit indiqué qui les établira.

12. — La tension entre sociétés et actionnaires n'a pas atteint son développement final, soulevant des questions fondamentales sur le rôle des uns et des autres.

Selon certains, les dirigeants sont exclusivement au service des actionnaires et tout ce qui ne contribue pas à leurs intérêts à court terme, ne peut être admis.

Selon l'opinion opposée ; la société incorpore les intérêts que tous, actionnaires et dirigeants, sont censés promouvoir, où la rentabilité à plus long terme reste le critère ultime. Le rôle des investisseurs institutionnels dans ces différentes perspectives mérite d'être analysé plus en profondeur(45).

Eddy WYMEERSCH (*)

naires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, /* COM/2014/0213 final — 2014/0121 (COD) */.

(45) Voy OECD, Institutional Investors as Owners, Who they are and what do they do ? by Serdar ÇELİK et Mats ISAKSSON, Institutional Investors as Owners, OECD Corporate Governance Working Papers No. 11, 2013, 36 pp.

(*) *Professeur à l'Université de Gent. Actuellement : Professeur émérite à l'Université de Gent.*

