

Corporate governance et les déterminants de la pratique du e-vote

Corporate governance determinants of e-vote practice

Jamel E. HENCHIRI

Maître-assistant, ISGG, Université de Gabès, Tunisie

Tel : (216) 75 27 22 80

E-Mail : jamelhenchiri@yahoo.fr Web Site : <http://www.isggb.rnu.tn>

Août 2007

Résumé : La communication s'interroge si le e-vote introduit récemment dans les sociétés cotées sur l'Euronext est l'aboutissement d'une politique de gouvernance en faveur d'une meilleure transparence de l'information et d'une plus forte participation des actionnaires aux décisions de l'entreprise.

Les résultats de l'enquête réalisée auprès de cet échantillon de sociétés sont, tout d'abord, présentés. On trouve que ces sociétés sont plutôt de taille plus importante mais de performance généralement moins bonne.

Ensuite, nous avons effectué des tests comparatifs de quelques données explicatives, en terme de gouvernance, de la qualité de la pratique du e-vote. On observe que ce sont des entreprises dont le capital est plus diffus et qu'il n'y a pas de différences statistiques en terme de présence aux assemblées générales. Le e-vote dépasse donc le simple stade de l'amélioration du processus administratif de la gestion de ces assemblées.

Enfin, la discussion porte sur l'impact de nouvelles règles de transparence pour la corporate governance.

Mots-clé : e-vote, vote électronique, corporate governance, e-gouvernance, droit de vote, assemblée générale, actionnaires, Euronext.

Abstract: The communication is questioned if the e-vote introduced recently into the companies listed on Euronext100 is the required result of a policy of corporate governance in favour of a better transparency of information and a stronger participation of the shareholders in the decisions.

The results of the investigation carried out are first of all presented. It is found that these companies are rather of more important size but of performance generally worse.

Then, we carried out comparative tests of some explanatory data, in term of corporate governance, with the quality of the practice of the e-vote. It is observed that these are companies whose capital is more diffuse and which there is not statistical differences in term of presence at the Annual General Meetings. The e-vote thus exceeds the simple stage of the improvement of the administrative process of the management of these meetings. Lastly, the discussion relates to the impact of new rules of transparency for the corporate governorship

Keywords: e-vote, corporate governance, right to vote, general meeting, shareholders.

Introduction :

Toute décision importante de la politique générale de la firme nécessite l'accord de l'assemblée des actionnaires. La participation et le vote dans cette assemblée est donc une étape cruciale de la vie de l'entreprise et de la mise en place de la stratégie des managers. Ils signalent aussi le type de relation de gouvernance qui existe entre ces différents acteurs puisque le vote des actionnaires est, avant tout, un mécanisme de contrôle de ces dirigeants.

En outre, la Commission Européenne¹ cite « le développement d'un cadre réglementaire régissant les droits des actionnaires, tels que poser des questions ou s'abstenir de voter » parmi les initiatives les plus urgentes dans la promotion du gouvernement d'entreprise.

Cette recommandation fait partie aussi de l'ensemble de propositions du rapport Winter (2002) qui insistait sur la « mise en place d'un cadre juridique intégré destiné à faciliter une information, une communication et une prise de décision efficaces pour les actionnaires à un niveau transfrontalier, recourant chaque fois que possible aux technologies modernes ». Le vote électronique constitue une des voies utilisant les technologies électroniques pour l'amélioration de la participation des actionnaires aux décisions des entreprises.

Dans le même esprit, la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) permet dorénavant aux entreprises² d'organiser des assemblées générales (A. G.) en ligne à travers divers types de moyens de télécommunication (téléphone, télécopie, Internet, visioconférence), afin de faire face à l'élargissement et la mondialisation de l'actionnariat et permettre la participation aux assemblées générales du plus grand nombre d'actionnaires. La loi exige un accord formel et préalable de la part des actionnaires intéressés pour remplacer l'envoi postal par la télécommunication électronique. En pratique, les entreprises mettent en place des formulaires pour voter les résolutions de l'assemblée générale qui seront communiqués aux actionnaires avant le déroulement du vote. La plupart sont ainsi informés selon ces techniques via leur adresse email ce qui leur permet de récupérer login et mot de passe. De plus en plus, ces mails sont visés par un procédé de signature électronique.

En 2002, le vote électronique a été utilisé en France dans un souci premier d'optimisation des coûts³. Il est généralement qualifié de « précis, rapide mais coûteux » par les intéressés. Toutefois, cette pratique a cédé à l'effet de mode et les quelques ratés, notamment Vivendi Universal⁴, ont poussé ces entreprises et les autres à abandonner ce système ou bien à en ajourner son utilisation. Pourtant et selon le rapport Winter (P.55-56), le e-vote devient indispensable pour une organisation qui souhaite se mondialiser. En effet, pour de nombreuses entreprises, le financement devient mondial et les actionnaires sont internationaux. L'expérience montre que la réunion de tous les actionnaires lors d'une assemblée générale est très difficile à organiser voir quasi impossible. Les solutions numériques représentent alors un atout pour le groupe : la visioconférence, le vote on line, les forums et les chats sont alors présentés comme autant de solutions d'avenir dans la relation instaurée entre l'équipe dirigeante et l'actionnaire.

L'année 2003 a connu une nouvelle évolution avec le vote on line via Internet, notamment Danone et France Télécoms, qui côtoie et remplace petit à petit le vote par correspondance. Le nombre de sociétés utilisant le e-vote est de plus en plus important comme cela se vérifie dans l'étude présentée plus bas.

Certaines places financières, comme la deutsche börse, se lancent dans ce service. La Bourse de Tokyo, le TSE, propose⁵ depuis fin 2004 une plate forme de e-vote dédié aux sociétés cotées sur ce marché. Certains sociétés ont ainsi pu essayé ce système dès leurs Assemblées Générales de juin 2005.

Enfin, le vote électronique a pu être connu et pratiqué par beaucoup de personnes lors d'élections politiques ou professionnelles notamment les élections présidentielles en France en 2007.

Notre étude propose d'observer l'introduction du e-vote dans le déroulement des assemblées générales des grandes sociétés cotées sur l'Euronext. A cette occasion, nous proposons de présenter, dans une première section, le droit de vote électronique et sa place dans les processus de gestion de l'entreprise ; ensuite, nous étudierons dans une seconde section les conditions de son intégration dans la gouvernance de l'entreprise par la présentation des travaux antérieurs et de nos hypothèses. Enfin et dans une troisième section, nous vérifierons empiriquement ces constats effectués ainsi que nos hypothèses.

1. Le droit de vote électronique s'insère dans les processus de gestion de l'entreprise :

Le vote électronique est, à la base, l'adjonction d'une innovation technologique à une procédure administrative traditionnelle. Le rappel des principes de la gestion des votes aussi bien du coté organisationnel que institutionnel précèdera donc l'analyse de la mise en place de cette nouvelle technologie électronique.

1.1. Rappel des notions :

Il est utile de présenter les notions de vote et de son passage à l'ère des TIC, les usages du vote par les actionnaires ainsi que la pratique administrative de cette pratique.

1.1.1- Un droit de vote électronique pour quels usages :

On rappelle que le capital social des sociétés anonymes est divisé en actions. Celles-ci confèrent à leurs détenteurs un certain nombre de droit dont principalement le droit au dividende et le droit de voter les résolutions présentées aux assemblées générales des actionnaires de la société. La valeur d'une action ordinaire s'apprécie comme la somme de la valeur du droit pécuniaire de l'action, c'est-à-dire la somme des flux financiers futurs, et de celle du droit de vote. Ce dernier n'est intéressant qu'en cas de bataille de contrôle du capital, OPA ou OPE ; sinon, cette composante de la valeur n'est que latente⁶.

La prise de décision peut être qualifiée de démocratique, car une action a droit à une voix. Cette démocratie est en principe directe puisque les décisions engageant l'entreprise sont prises par les propriétaires réunis en assemblée générale. Celle-ci a des pouvoirs étendus puisque elle doit, après lecture du rapport moral et financier du conseil d'administration :

- approuver les comptes financiers annuels de la société;
- donner ou non quitus aux conseil d'administration, c'est-à-dire, approuver ou non sa gestion. En cas de refus, les administrateurs restent responsables des conséquences de leur gestion;
- décider du mode d'affectation des excédents de l'exercice;
- élire des administrateurs;
- autoriser d'éventuelles variations du capital de la société;
- etc.

Or, dans la pratique, ce dernier ne peut pas se réunir souvent. Les actionnaires élisent donc un conseil d'administration qui reçoit une délégation pour superviser la gestion et dont les décisions doivent être validées par l'assemblée générale. Cette délégation est source de conflits.

De même, la manière pour obtenir l'aval des actionnaires est aussi source d'opacité. Ceci rend ce principe de démocratie actionnariale très hypothétique. En effet, avant la réunion de cette assemblée générale, les managers tentent, souvent avec succès, de rallier à leur cause le maximum d'électeurs en comptabilisant le noyau dur, les pouvoirs donnés par les actionnaires absents, quelques fidèles ... et ne laissent en face d'eux que quelques actionnaires jugés récalcitrants, quelques investisseurs institutionnels en manque d'informations et souvent des salariés. Ainsi grâce aux actionnaires absents (et sans pouvoirs donnés), les managers arrivent à réaliser des taux d'accord pour des résolutions votés avoisinant voire dépassant les 90% de vote oui.

Ceci est caractéristique plus d'une oligarchie ou d'une dictature que d'une démocratie⁷. Cette dernière ne se vérifie que dans les rares cas où il faut voter des résolutions sur une question grave d'expropriation (OPA....), de mauvaise gestion (endettement, dividende...) ou d'élections d'administrateurs avec une opposition d'un actionariat populaire représenté ou non par des associations ou d'investisseurs institutionnels ou alors une mésentente entre actionnaires du noyau dur.

Généralement, les actionnaires présents reçoivent le jour de la réunion deux cartons, un de couleur rouge pour voter « NON » et un autre de couleur blanche pour voter « ABSTENSION », avec inscrits dessus le nombre de droits détenus par l'actionnaire. Celui-ci affichera son vote de la résolution présentée en soulevant l'un des deux cartons, sinon il sera comptabilisé avoir voté « POUR » à cette résolution.

Globalement, le constat établi (rapport Winter p.55) quant aux réunions des actionnaires est amère : Les Assemblées Générales sont désertées, le vote transfrontalier est pratiquement impossible⁸ et l'abstention est bien souvent la règle. En réaction, l'AMF⁹ a récemment pressé les investisseurs institutionnels à établir une politique de vote et à rendre compte de son application. On estime, par exemple, que sur le Tokyo Stock Exchange, si les banques votent à 100% et les compagnies d'assurance et les trusts à 95%, les étrangers ne votent qu'à un maximum de 25% seulement.

Par ailleurs, le principe général de « one share, one vote » a connu de fortes modifications qui compliquent la gestion de ces votes, avec l'apparition des produits sans droit de vote, à droit de vote double ou autres. Plus récemment, l'ordonnance de juin 2004 a remplacé ces titres particuliers par l'action de préférence qui introduit plus de souplesse entre la société et ses différents actionnaires.

Le vote électronique ou e-vote permet de réduire fortement l'asymétrie de l'information et de remettre les actionnaires à leur véritable place en tant que propriétaires, et s'ils décident de déléguer la gestion, cette délégation sera effectivement transparente et réellement contrôlable. Il n'y aura pas d'expropriation et le conseil d'administration sera alors un simple rouage fonctionnel au service des actionnaires.

Dans ce cas, le e-vote présente un certain nombre d'avantages pour les deux parties :

- Pour l'actionnaire, il permet d'exercer son droit sans se présenter à un lieu et à une date fixe, c'est intéressant notamment pour les étrangers et les institutionnels. Ces derniers peuvent passer plus de temps pour étudier les résolutions proposées et l'ordre du jour, ils peuvent aussi résoudre les problèmes de « goulots d'étranglement » dû aux nombreuses assemblées générales prévues en même temps. Par ailleurs, il intéresse aussi des porteurs de titres particuliers qui ne disposent que du droit de vote.

- Pour l'émetteur, c'est un moyen relativement peu coûteux pour attirer plus d'investisseurs étrangers et/ou porteurs de titres de capital particuliers et de mieux communiquer. Il lui permet aussi de s'assurer de la présence d'un nombre suffisant d'actionnaires pour remplir les obligations légales tel que le quorum et de remplir plus aisément les procédures administratives notamment les opérations de vote et de délibérations. Il permet enfin de disposer d'une liste de votants mise à jour, le e-vote se pratiquant jusqu'à J-1.

Il est utile dans un premier temps de définir précisément toutes ces notions.

1.1.2- Le vote électronique : un processus à administrer ...

La notion de vote électronique ou e-vote comprend divers sens : elle peut concerner tout simplement des opérations élémentaires comme le dépouillement ou le décompte qui utiliseraient une technologie électronique mais, plus généralement, elle est admise dans un sens beaucoup plus large qui englobe les différentes étapes d'une méthode électronique couvrant l'exercice du droit de s'exprimer et de glisser sa voix dans l'urne. Ce vote peut prendre diverses formes (voir typologie en figure 01) :

- 1- Le vote avec boîtier en Assemblée Générale : Il établit un vote réalisé au cours des délibérations ; les électeurs présents physiquement dans le lieu de vote utilisent une machine à voter. Cette machine est munie d'un boîtier ou d'une borne électronique qui propose trois choix : pour, contre ou l'abstention. La validation clôture le vote de l'électeur¹⁰. Chaque résolution est traitée en temps réel, les résultats sont communiqués immédiatement à la fin des délibérations et les actionnaires

connaissent le résultat résolution après résolution. Par exemple, pour l'A. G. M. 2005 de l'Oréal, le vote des 16 résolutions a duré 12mn grâce à 1474 boîtiers distribués.

2- Le vote en isoloir quelle que soit le lieu du vote : les électeurs ne sont pas tenus de se situer dans le bureau de vote c'est-à-dire dans le lieu de réunion de l'assemblée générale. Ils peuvent voter dans des lieux de vote spécifiés par l'entreprise et relié à une centrale. On peut imaginer, par exemple, des agences locales bancaires sollicitées pour mobiliser les actionnaires régionaux du groupe bancaire.

3- Le vote sur un kiosque de vote hors bureau de vote et hors entreprise : les électeurs utilisent des bornes situées dans divers lieux publics tels que des mairies, les centres commerciaux. Dans ce cas, on peut envisager des actionnaires d'Air France votant dans le Hall d'un aéroport.

4- Le vote à distance : Les électeurs votent à partir de n'importe quel lieu, il suffit d'être connecté via un réseau, Internet ou plus simplement un téléphone portable ou fixe équipé d'un modem ou d'une ligne à haut débit pour accéder à un URL qui propose une interface sécurisée. Après identification, l'électeur remplit un formulaire de vote et valide son choix. Les actionnaires de Danone qui souhaitent, par exemple, garder l'anonymat vont retirer un mot de passe pour le jour du vote.

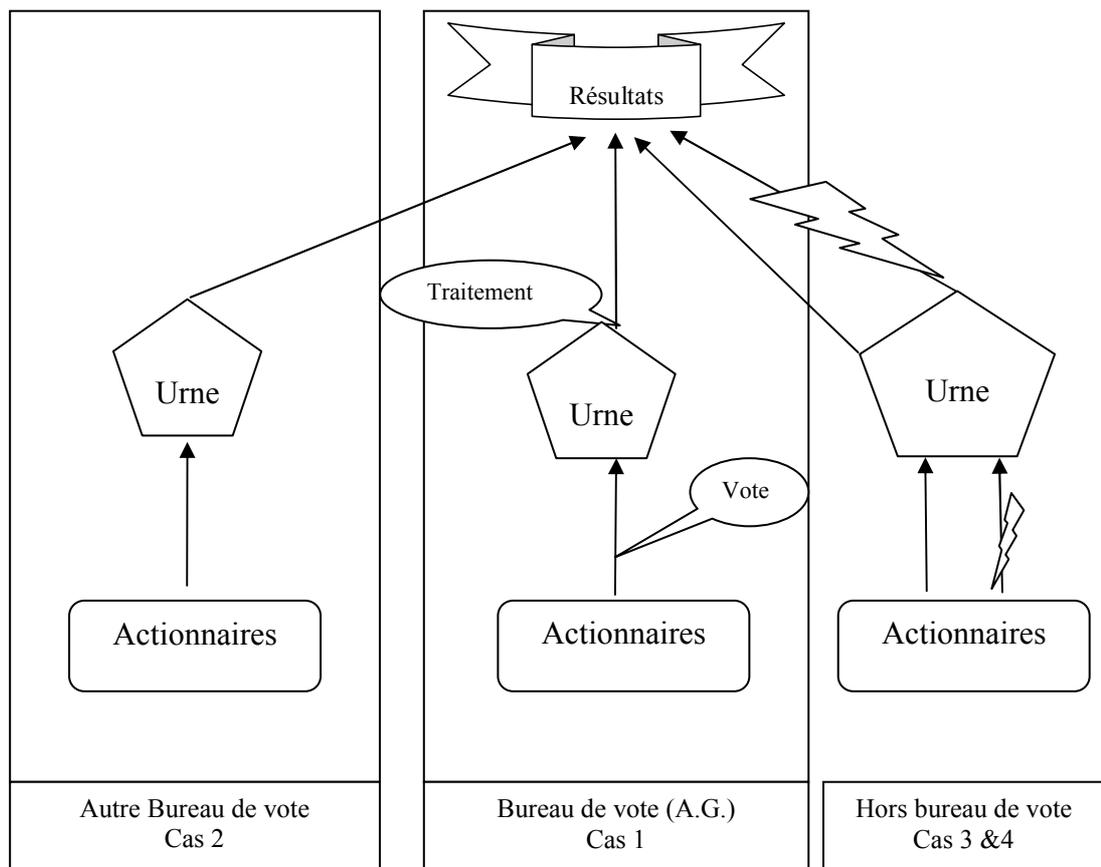


Figure n°1 : Typologie du vote électronique

Techniquement, les informations échangées doivent répondre à des exigences de sécurité, notamment une connexion Internet FTP selon la norme ISO 15022. Les informations et les données s'échangent via le réseau SWIFT ou SWIFT net.

Nous venons de voir que les usages sont variés et que les technologies peuvent être composées de manières diverses. L'emploi du e-vote repose alors sur une organisation administrative qu'il faudra sécuriser et surtout voir son adaptation aux objectifs de la corporate gouvernance.

1.2. Le processus administratif du e-vote :

Le e-vote devra s'insérer puis améliorer un processus administratif existant et bien rodé puisqu'il fait partie des fondements de fonctionnement de la société par actions. Il doit non seulement moderniser les pratiques administratives actuelles mais tenter aussi de faire progresser les droits des actionnaires à l'information.

1.2.1-Les régimes d'actionnariat en vigueur :

Il faut distinguer deux régimes d'actionnariat :

- D'un côté, le régime des actionnaires connus par la société, ou "nominatif" (pur ou administré) : l'identité de l'actionnaire est tenue sur un registre des actionnaires nominatifs, ou « inscrits en compte » de la société. Ce régime n'intéresse que l'actionnariat stable c'est-à-dire généralement une minorité d'actionnaires (en nombre) dans le cas des grandes sociétés. Ce régime d'actionnariat fait l'objet d'un processus de e-vote standard car les actionnaires sont facilement identifiables. D'ailleurs, les groupes encouragent leurs actionnaires à préférer ce mode de conservation de leurs titres.

- D'un autre côté, le régime des actionnaires non connus par la société ou "au porteur". Ces actionnaires sont plus nombreux pour les groupes à actionnariat diversifié. Il est assez simple d'organiser le vote par Internet d'investisseurs connus au préalable, par contre, il est plus difficile de faire voter les "porteurs". En effet, ils sont par définition, inconnus et pratiquement impossible à connaître tous à une date donnée car les transactions de titres sont multiples et se réalisent à tout moment et en tout lieu. Mais associer ces porteurs inconnus, qui sont souvent des investisseurs institutionnels, est justement tout l'intérêt du vote par Internet. Il est donc indispensable de mettre au point un système fiable, rapide et reconnu pour identifier clairement le porteur tout au long du processus de e-vote.

Dans ce dernier cas, une solution, utilisée en France¹¹, était destinée à intéresser les porteurs notamment les gros investisseurs. Mais, cette nouvelle procédure nécessite le blocage de leurs titres. Cette formule exige que l'établissement teneur du compte de l'actionnaire au porteur transmette le certificat d'immobilisation au teneur du registre des actionnaires pour l'assemblée (ici la banque Lazard) comme c'est le cas pour le vote par

correspondance classique. Après son inscription sur le registre des actionnaires, le porteur ayant fourni son adresse Internet peut alors être invité par la banque BNP Paribas (agissant ici comme prestataire de service de gestion des l'assemblée générale) à voter sur un site¹² dédié à cet usage. Il obtient les codes (login et mot de passe) afin d'exercer son droit de vote directement de chez lui, mais avant la date de l'assemblée générale : le vote a donc eu lieu en deux étapes.

Entre temps, les titres peuvent être vendus et dans ce cas il y a révocation de l'indisponibilité (totale ou partielle) des titres au porteur (ou de l'inscription en compte).

Cette procédure, due à des exigences légales, freine le développement du e-vote particulièrement pour les investisseurs financiers tels que les institutionnels. Elle s'ajoute à la lourdeur de la chaîne de dépositaires¹³.

Cette procédure est fastidieuse et se déroule schématiquement de la manière suivante :

1. un investisseur qui achète des actions (SICAV, par exemple) ne peut que contacter son gestionnaire pour discuter le sens de son vote lors des A. G., et ce en tant que propriétaire en dernier ressort.
2. Ce dernier, seul ou en comité, décide ou non de voter pour les valeurs qu'il a acheté.
3. Il doit contacter son teneur de compte qui se mettra en relation avec le dépositaire local ou global. Ceux-ci servent d'interfaces et ne reconnaissent pas le propriétaire des titres. De même, l'émetteur, ou son teneur du registre des actionnaires, n'est censé reconnaître¹⁴ que le dépositaire à qui il donne les formulaires de vote.

Comme le préconise le rapport Winter, l'immobilisation des titres, ou « vote killer » devrait être remplacée dans tous les cas par une inscription en compte. Ceci incitera ces investisseurs à exercer leur vote puisque le temps de blocage de leur position est réduit. En tout cas, les entreprises se dirigent actuellement vers la compression de ce délai qui est passé de 5 à 6 jours à 2 ou 1 jour pour les principaux groupes cotés.

Une autre technique, anglo-saxonne, consiste à réaliser une photographie de l'actionnariat à une date donnée (généralement 15 jours avant assemblée¹⁵). Les actionnaires identifiés à cette « record date » peuvent participer à l'A.G. Les titres ne sont bloqués que ce jour et donc peuvent être vendus même avant l'assemblée tout en permettant de voter. Elle est employée par un certain nombre d'entreprises comme AGF.

Les deux départements concernés, la direction informatique, responsable des procédures techniques, et le secrétariat général de la société, chargé habituellement de l'organisation pratique des assemblées générales, doivent nécessairement collaborer afin de mettre en place tous les moyens de sécurité garantissant le suivi des votes électroniques à travers l'authentification, l'intégrité, le traçage et la datation des opérations sans piratage ou usurpation de voix et ensuite une conservation électronique fiable.

Enfin, si les sociétés utilisent pour l'instant le vote électronique avant l'assemblée, il y a une tendance à l'employer en direct le jour de l'assemblée. Actuellement, il ne s'agit encore que d'une simple amélioration technique du vote par correspondance, mais, pour les actionnaires, il est souhaitable de pratiquer le e-vote en direct. En effet, le vote par correspondance antérieure à la tenue de l'assemblée donne une indication importante aux managers et va donc à l'encontre du but recherché de gouvernement de l'entreprise et des pouvoirs décisionnels des actionnaires.

Le e-vote est capable de moderniser la gestion administrative des assemblées, mais il peut apporter beaucoup pour l'exercice des actionnaires de leur droit de vote.

1.2.2- Améliorer les actes de gouvernance :

Dans le discours, le e-vote paraît être plutôt une pratique de bonne gouvernance des dirigeants vis à vis des actionnaires, mais en pratique il dépasse rarement l'application d'un simple processus administratif relevant du Secrétariat Général d'un groupe. De plus, il ne présente que des avantages pour les managers, particulièrement avec une procédure de vote réalisée en deux étapes. S'agit-il d'une démarche programmée de la part des entreprises et en faveur de leur actionnariat, mais dans ce cas elle demeure assez symbolique, peut être pour tenir compte des lenteurs de l'évolution des mentalités face à une technologie hésitante ; ou plus simplement d'une réponse immédiate à une mode.

En fait, les entreprises ont une démarche fondée sur la recherche de la qualité et la gestion des coûts qui les poussent à jouer « le tout électronique » comme ils ont joué le zéro défaut, le zéro stock ou le zéro papier : cela suit une chaîne du processus informationnel et organisationnel qui va de l'intranet, à la convocation des actionnaires via le net puis du rapport de gestion électronique et de l'assemblée générale en visioconférence et du e-vote. En tout cas, l'utilisation du e-vote et autres visioconférences est toujours présentée comme une possibilité technologique qui existe dans l'entreprise même si elle n'est pas employée (le conseil d'administration n'ayant pas encore donné son feu vert). Dans les réponses des responsables, il y a un souci de privilégier les actionnaires par cette procédure électronique, mais, celle-ci est rarement présentée dans le rapport sur la politique de gouvernement d'entreprise.

Reste que même si la technologie le permet, franchir le pas nécessite la levée de certains obstacles juridiques. Une fois cette exigence de sécurité juridique remplie, Il est dans ce cas tout à fait possible de participer à distance, via la visioconférence, en direct et sans coupure, aux assemblées d'actionnaires, aux conseils d'administration et aux conseils de surveillance¹⁶. Par contre, le procès-verbal de la réunion doit faire état de tout incident technique survenu à la visioconférence ou à la télécommunication électronique et ayant perturbé le déroulement de l'assemblée ou la délibération des conseils. De même, la retransmission partielle ou par séquences ainsi que le montage de scènes choisies doivent être bannis, le décret¹⁷ d'application indiquant que les moyens mis en place « doivent satisfaire à des caractéristiques

techniques garantissant la participation effective à l'assemblée dont les délibérations sont retransmises de façon continue ».

En outre, la société doit aussi aménager un site Web consacré exclusivement à cet usage et les actionnaires doivent s'identifier formellement au moyen d'un code d'accès fourni préalablement à la séance grâce au recours à la chaîne interbancaire des dépositaires afin d'exercer leurs droits de vote par voie électronique.

La pratique du e-vote depuis 2005, date de notre première enquête, nous semble être, dans beaucoup de cas, une adaptation d'un certain nombre de vœux difficiles à exaucer tant la réalité sur le terrain des actionnaires est difficile à faire évoluer malgré leur souci de participer aux décisions de l'entreprise. Mais actuellement, il y a une tendance à inclure cette nouveauté dans les pratiques des sociétés avec comme objectif de mieux servir et informer les actionnaires.

Il nous faut donc étudier plus précisément la relation entre le vote des actionnaires et la gouvernance de l'entreprise.

2. Le e-vote : un processus administratif intégré au gouvernement d'entreprise :

Le gouvernement d'entreprise concerne habituellement les mécanismes par lesquels les dirigeants d'entreprises sont rendus responsables de leurs décisions quant à la conduite et aux performances de l'entreprise. Le e-vote permet d'accroître la représentativité des actionnaires et modifie en conséquence la portée des décisions prises par les Assemblées Générales. Cet accroissement est réalisé principalement grâce à l'activisme de certaines catégories d'actionnaires. Le gouvernement d'entreprise est alors directement impliqué par ces nouvelles technologies. Le fait d'élargir le droit de vote à la procédure de vote électronique augmente-t-il le rôle des actionnaires dans les pratiques de gouvernance ?

2.1. Une littérature centrée sur les implications pour l'entreprise :

Face aux implications organisationnelles de l'introduction du e-vote, les spécialistes de ce domaine soulignent les avantages et les inconvénients liés à l'instauration de ces nouvelles techniques. Dans ce cadre, la démarche du vote électronique paraît être sans retour et ceci malgré les problèmes de jeunesse rencontrés, problèmes dus notamment à l'inexpérience et à la fragmentation de l'offre d'un côté et à la méconnaissance des besoins de l'autre côté.

2.1.1- la littérature académique :

La littérature académique a encore peu étudié cette question. Les études sur le vote des actionnaires sont relativement peu nombreuses. Se fondant sur de nombreuses recherches académiques antérieures telles que celles de Coase (1937), Jensen et Meckling (1976) ou Fama et Jensen (1983), Zimmerman (2003) présente le droit de vote comme un ensemble de

compromis qui permettrait de réaliser l'efficacité du vote des actionnaires comme un mécanisme de contrôle. Les actionnaires fournissent de la sorte un droit de décisions aux managers, qui possèdent l'expertise et le savoir nécessaire, pour maximiser la valeur de la firme. En même temps, ces actionnaires mettent en place des mécanismes de contrôle tel que le vote afin de réduire les coûts d'agence. Il cherche à réaliser un compromis entre le bénéfice attendu par la réduction des coûts d'agence en cas de contrôle et les coûts potentiels (ou le manque à gagner) dans le cas où ils auraient empêché les dirigeants de prendre la décision optimale.

Par ailleurs, il y a un courant de recherches qui s'intéresse aux répercussions des NTIC et de l'Internet sur le management des entreprises. On s'intéresse aussi à la divulgation de l'information via le web.

Les technologies d'e-finance réduisent l'asymétrie de l'information parce qu'elles abaissent les coûts de communication, de ce fait permettant aux acheteurs et aux vendeurs des actifs financiers d'avoir plus d'égalité d'accès à l'information.

En 1995, les firmes américaines furent les premières à offrir leur rapport annuel sur Internet, avec quelques 31% des sociétés cotées (Petraevick & Gillett, 1996). En 1998, ils étaient 33% des firmes britanniques (Craven & Marston, 1999) et 46% des sociétés allemandes (Deller & al., 1999) et enfin en 1999, 77% de firmes canadiennes (Lymer & al., 1999).

Deller et al. (1999) présentent un modèle de classification des firmes selon le degré de divulgation de l'information sur le Web. Il se décompose de 3 niveaux :

1. le premier niveau concerne la présence générale sur Internet avec la divulgation des rapports annuel et intermédiaires ;
2. le second niveau regroupe la communication ciblée aux investisseurs et les communications de presse ;
3. le troisième niveau emploie les avantages spécifiques de l'Internet tel que la vidéo. Ils concluent qu'à l'époque peu de firmes avaient atteint ce stade du modèle.

Notre étude s'attarde sur ce troisième niveau, qui depuis, a connu une évolution remarquable. En outre et à côté de ces recherches académiques, un courant d'études pratiques a vu le jour depuis l'avènement des TIC et il convient de s'y attarder quelque peu.

2.1.2- la littérature professionnelle :

Pour la plupart des observateurs, le e-vote présente des avantages, ces derniers sont énumérés notamment dans le Newbold inquiry (1999) ainsi que dans le shareholder voting working group's report (2001). Ils sont d'ailleurs repris avec insistance dans le Paul Myners' report (2004).

Les principaux atouts relevés peuvent être mentionnés ci après :

- Une meilleure qualité du scrutin et un dépouillement facilité par la technologie pour aboutir à des résultats plus fiables et ceci dans un temps record. Il y a moins d'erreurs dues notamment aux dépouillements manuels ou aux lecteurs optiques ; et moins de votes « perdus » c'est-à-dire non pris en compte par le dépouillement.
- Un accroissement de la participation¹⁸, ainsi en 2002, l'utilisation du e-vote a fait progresser le niveau moyen de vote aux AGE des entreprises anglaises de 52,7% à 55,8%¹⁹.
- Un accroissement des consultations ; dans ce cas il serait plus facile de réunir les actionnaires pour les consulter sur divers sujets, on peut prévoir plusieurs assemblées dans l'année et des réunions pour divers types d'actionnaires (assemblées spéciales...) ; de plus, les réunions des conseils d'administration tendent à s'accroître car il est plus aisé de réunir leurs membres via le web.

Par contre, des risques notoires sont énumérés notamment par des organismes de défenses des actionnaires tel que le Fing.org²⁰ :

- Des problèmes de sécurité qui ont entraîné de nombreuses contestations (Problèmes de fiabilité et de sincérité du vote) ; dont l'exemple le plus médiatique est l'assemblée générale de Vivendi-Universal.
- L'identification ou les pressions sur les votants ; il est difficile de s'assurer que c'est bien l'actionnaire qui vote et si c'est le cas que son vote ne soit pas forcé ou dirigé. Sauf enquête, on ne peut être certain que ce sont bien les actionnaires, et rien que les actionnaires qui votent, et que cet acte soit libre²¹.
- L'inégalité entre les votants ; le e-vote suppose de disposer de moyens techniques, ce qui introduit une discrimination entre les votants.

Bref, il y a avant tout une certaine appréhension du public à cette débauche de technologie. En Grande Bretagne, l'Investment Management Association (IMA) rapporte que lors de l'AGO 2003 d'une firme cotée sur le FTSE 100, seuls 3% des votes ont été réalisés électroniquement. Ces réticences ont nécessité la mise en place de normes reconnues et acceptées²². Pour le cas français, le ministère de l'Intérieur a mis en place un système d'autorisation d'accès aux machines lors des élections politiques²³. Cette expérience est observée avec intérêt par les entreprises et surtout par les concepteurs de logiciels de vote en ligne qui y voient l'occasion de fiabiliser un processus en pleine gestation.

En tout cas, ces remarques demeurent de l'ordre des principes généraux et concernent surtout l'aspect politique du système. A ce jour, l'approche systématique sur le terrain fait défaut à cause de la nouveauté de cette pratique et les avis sont partagés sur ces avantages et ces inconvénients. A notre connaissance, les enquêtes portant sur l'introduction du e-vote dans un groupe et son management par l'organisation (secrétariat général) sont rares et si elles

existent sont restées confidentielles. L'étude de ces implications sur le gouvernement d'entreprise est aussi nouvelle.

2.2. Le vote des actionnaires dans les pratiques de gouvernance :

Le e-vote ne fait que traduire localement (au niveau des actionnaires dans une entreprise), les conséquences que la plupart d'entre nous doivent affronter dans un contexte économique plus global et de plus en plus contraignant. A cet égard, la croissance des marchés de valeurs mobilières puis l'élargissement de la base de l'actionnariat dans de nombreux pays et enfin, le mouvement de liberté de circulation des capitaux, des marchandises et des services a conféré aux actionnaires des rôles nouveaux qu'il faut agencer à l'occasion de ces assemblées. Si l'on ajoute à cela la réduction des obstacles réglementaires au plan international, alors les règles de gouvernement d'entreprise deviennent des éléments importants du cadre réglementaire destiné à rassurer les actionnaires notamment les investisseurs institutionnels. Cette idée est acceptée par tous, même si le débat persiste sur le constat d'une destruction de la richesse actionnariale quand on cherche à faire participer les actionnaires aux décisions (Berle, 1959).

En somme, un financement fondé sur le marché ne peut perdurer qu'à travers la mise en place des principes du gouvernement d'entreprise comme la transparence, la responsabilité, l'obligation de rendre des comptes et le traitement équitable des actionnaires afin de créer un climat de confiance pour les investisseurs.

Selon Shleifer et Vishny (1997) « la corporate governance porte sur les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux de l'entreprise peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement ». Pour ces auteurs, l'objectif du gouvernement d'entreprise se limite à la maximisation de la richesse des actionnaires, ce qui s'inscrit dans un courant à dominante anglo-saxonne fondé sur la prédominance de l'actionnaire. Cette vision du gouvernement de l'entreprise est contestée notamment par G. Charreaux (1999) pour qui « le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui gouvernent leur espace discrétionnaire ». L'auteur précise que cette définition, « centrée sur le rôle déterminant des dirigeants » vise à dépasser l'analyse, souvent privilégiée, des seules relations entre dirigeants et actionnaires. Elle « replace le problème du gouvernement des entreprises dans l'ensemble des contrats et de relations qu'entretient l'entreprise (et ses dirigeants) avec ses multiples partenaires ». La mise en place d'un système de gouvernement d'entreprise devient nécessaire dès que l'entreprise est dirigée par des managers salariés (ou détenteurs d'une faible part de son capital) car il y a souvent divergences d'intérêts entre les différentes parties et, notamment les propriétaires et les dirigeants. Il en résulte une relation d'agence, dans laquelle, l'une des parties, désignée comme agent, agit au nom de l'autre partie, appelé le principal, avec des intérêts divergents. Pour les amener à se conformer à leurs

engagements, et surtout pour aligner le comportement de l'agent sur celui du principal, des coûts dits coûts d'agence doivent être engagés.

Dans la firme managériale où existe une séparation de la propriété et du management, les intérêts des propriétaires de l'entreprise ne sont pas assurés. Il n'y a aucune raison pour que les managers salariés réalisent de façon optimale les objectifs des propriétaires, à savoir la maximisation de la valeur actionnariale. Par exemple, les dirigeants peuvent engager des dépenses d'investissement qui réduisent les profits, et donc la rentabilité des capitaux apportés par les actionnaires. Pour remédier à une telle situation, le gouvernement d'entreprise, dans le modèle « shareholder », permet aux propriétaires de superviser l'action des dirigeants, par l'incitation et le contrôle. Ce qui permet de faire coïncider les objectifs des managers et des propriétaires. Une telle vision de la firme s'appuie principalement sur la théorie de l'agence et la théorie des contrats incomplets (Rubinstein, 2002).

Dans la théorie de l'agence, les actionnaires de la firme ne peuvent contrôler totalement l'activité des managers, notamment du fait d'une asymétrie informationnelle. Avec un actionnariat diffus, dispersé et parfois incompetent, à la Berle & Means (1932), les propriétaires, pris de façon isolée, ne peuvent s'opposer à managers professionnels pour plusieurs raisons. Tout d'abord, chacun ne peut seul supporter les coûts de l'information nécessaire pour connaître la stratégie des dirigeants. Ensuite, l'information pertinente ne leur est pas toujours accessible du fait de la rétention d'information par les dirigeants eux-mêmes. Enfin, s'il est possible de fixer, par contrat des règles de conduite du dirigeant, il n'est pas possible d'envisager toutes les situations possibles postérieures au recrutement du dirigeant. Ces deux parties sont liées par une relation de mandat ou relation d'agence : les actionnaires ou mandants autorisent le dirigeant ou mandataire à gérer la firme en leur propre nom. Jensen et Meckling (1976) définissent la relation d'agence « comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personnes a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent ».

Dans le modèle « shareholder », seule la relation actionnaires – dirigeants est privilégiée. Les dirigeants, qui ont mandat de gérer au profit des propriétaires, ne supportent pas les risques résultant de leur activité de manager (sauf s'ils sont propriétaires d'une fraction importante du capital). On dira dans ce cas que les actionnaires sont « créanciers résiduels », car leur rémunération directe (dividende) ou indirecte (valorisation de leurs titres) dépend de ce qui reste après rémunération de tous les autres intervenants dans la création de valeur : salariés, prêteurs, administrations et dirigeants.

Par contre, dans le modèle stakeholder, on considère que l'entreprise doit avoir comme objectif la défense de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise ou « stakeholders ». Ces derniers sont « les personnes dont le bien-être (ou l'utilité) est affectée par les actions et décisions de l'entreprise » (Charreaux, 1999). La notion de parties prenantes englobe ceux qui participent au nœud de contrats (actionnaires, salariés...) mais aussi ceux qui peuvent subir des effets externes du fait de l'activité de l'entreprise (par exemple le voisinage de l'usine victimes des rejets polluants de l'entreprise). D'un point de vue

économique, le contrat « est un accord par lequel deux parties s'engagent sur leurs comportements réciproques. Il s'agit d'un dispositif bilatéral de coordination »²⁴.

Même si le premier modèle semble ajusté au cadre de notre étude, le second semble plus riche et plus global pour notre recherche des relations d'agence et leur lien avec le droit de vote des actionnaires.

2.2.1- Identification des relations d'agence

Certaines des relations contractuelles dans la firme peuvent être qualifiées de relations d'agences. Il en résulte des conflits liés à la divergence d'intérêts entre les parties prenantes. Ces conflits peuvent être qualifiés de conflits d'agence. Pour Charreaux (1999) « Les conflits d'agence sont de nature précontractuelle ou post-contractuelle et trouvent leur origine dans l'asymétrie d'information et dans l'impossibilité de rédiger des contrats complets en raison de la rationalité limitée et de l'incertitude ». Ces conflits amènent les parties à anticiper les risques liés aux relations d'agence. Ce qui se traduit par des coûts d'agence, qui découlent des mesures prises par les co-contractants pour mettre en place des mécanismes leur évitant d'être lésés (coût de marchandage, coût de surveillance, etc.).

Il existe un ensemble de relations entre les stakeholders d'une firme qu'on peut classer en deux catégories : des relations qui relèvent du nœud de contrats et des relations qui ne s'inscrivent pas dans le nœud de contrats.

Les relations d'agence relevant du nœud de contrats sont des relations contractuelles dans lesquelles l'entreprise est impliquée directement. Il en est ainsi des relations entre associés, des relations de l'entreprise avec ses administrateurs, son président, son directeur, etc. Cependant, bien que relevant du nœud de contrats, ces relations ne constituent pas toutes des relations d'agence. Certaines relations sont des relations de coopération qui, en cas de conflit, peuvent être tranchées par la loi ou les statuts sans trop de difficulté. Autrement dit, la marge de liberté d'interprétation par les parties est très faible ou encore pour lesquelles le « risque moral » est faible. A titre d'exemple, le travail d'un exécutant est plus facilement contrôlable et, en cas de litige, le recours aux juridictions permet de trancher.

Les relations d'agence, quant à elles, correspondent à des situations où une partie prenante doit gérer son contrat avec l'autre partie prenante. Ainsi, la relation entre associés (As) et administrateurs (Ad) est une relation d'agence, en ce sens que les administrateurs représentent les propriétaires de l'entreprise et sont supposés œuvrer dans leur intérêt. Ces derniers doivent les contrôler. De même, la relation entre le président du conseil d'administration ou de surveillance (P) et les associés ou celle entre associés et directeur général ou président du directoire (D).

En outre, en analysant plus finement ces relations d'agence, on observe qu'elles ne se situent pas toutes au même niveau. C'est ainsi que certains groupes de parties prenantes ont plusieurs appartenances alors que d'autres ont des intérêts qui ne peuvent se confondre :

- ✓ la relation (As) – (D) : les intérêts des associés ne coïncident que fortuitement avec ceux du directeur général;
- ✓ la relation (Ad) – (D) : les intérêts des administrateurs ne coïncident que fortuitement avec ceux du directeur général;
- ✓ la relation (As) – (Ad) : les intérêts des associés coïncident totalement ou partiellement avec ceux des administrateurs;
- ✓ la relation (A) – (P) : les intérêts des associés coïncident totalement ou partiellement avec ceux du président;

Les différentes relations d'agences peuvent donc être convergentes (\approx) ou divergentes ($\#$) :

- $As \approx Ad$;
- $As \approx P$;
- $Ad \approx P$: cette relation découle des deux précédentes puisque le président du conseil est généralement un actionnaire qui fait élire une majorité de membres du conseil d'administration.
- $As \# D$;
- $Ad \# D$;

Le tableau N°1 ci-dessous synthétise ces relations :

	Associés (As)	Administrateurs (Ad)	Président (P)	Directeur (D)
Associés (As)		\approx	\approx	$\#$
Administrateurs (Ad)	\approx		\approx	$\#$

Tableau N°1 : Relations d'agence classiques

En supposant que la gestion de l'entreprise est démocratique, les conflits d'agence se trouvent limités dès qu'il y a une identité des intérêts entre les parties prenantes ($As \approx Ad$, $As \approx P$, $Ad \approx P$). Par ailleurs, les organes délibératifs (assemblée générale des associés et conseil d'administration) sont en mesure de régler ces conflits. Or, nous avons remarqué que cette démocratie est souvent hypothétique et il n'y a pas toujours identité des intérêts de ces membres. En effet, la loi oblige parfois à prévoir des sièges pour des administrateurs externes ou des représentants des salariés ou des actionnaires minoritaires sinon le président s'arrange pour faire élire des administrateurs de son bord ou des free riders, ce qui rend la relation (As/Ad) parfois divergentes ; de même, la relation entre les associés et le président est souvent divergente si ce dernier ne possède qu'un nombre limité d'actions.

A fortiori, pour les autres conflits d'agence ($As \# D$, $Ad \# D$), les mécanismes de fonctionnement de l'entreprise ne permettent pas d'amener une identité des intérêts des partenaires même si le directeur général est confondu avec le président du conseil. D'où la nécessité de recourir à des mécanismes de gouvernance pour encadrer les comportements des

différentes parties prenantes, éviter que l'entreprise n'échappe à ses propriétaires et résoudre les conflits. Ceci peut donner le tableau N°2 suivant :

	Associés (As)	Administrateurs (Ad)	Président (P)	Directeur (D)
Associés (As)		#≈ ou #	≈ ou #	#
Administrateurs (Ad)	≈ ou #		≈ ou #	#

Tableau N°2 : Relations d'agence en pratique

Dans ce tableau, plusieurs types de conflits peuvent surgir et être résolus par les mécanismes de contrôle ; On peut citer principalement les conflits entre le directeur général et les autres parties prenantes. Mais les conflits qui peuvent surgir entre les autres organes sont souvent résolus par la surveillance et le contrôle.

Dans ce cadre, les actionnaires doivent trouver un équilibre lorsqu'ils donnent, par leur vote, plus de droits de décision aux managers entre les coûts d'agence associés au risque de voir augmenter leur pouvoir discrétionnaire et le manque à gagner en valeur actionnariale issus de la restriction de ces droits de décisions.

La complexité de la gestion des entreprises nécessite le recours à des managers. Le directeur, est en théorie un collaborateur du président ou parfois même il y a confusion entre les deux postes. Cependant, s'il y a séparation, il a un véritable pouvoir de décision grâce à ses compétences. Ce qui peut lui permettre, du fait de l'asymétrie de l'information, d'être en position de force, à la fois face au président, aux administrateurs et aux associés. Dans un tel cas, il peut vite devenir le véritable détenteur du pouvoir de décision, détenteur de l'information et des compétences. Cependant, le comportement de ces dirigeants est borné par les mécanismes disciplinaires que constituent les marchés financiers et le "marché des dirigeants".

Mais le dirigeant peut déployer une stratégie d'enracinement, qui vise à rendre le coût de sortie du dirigeant dissuasif pour les associés, ce qui les accule à le maintenir en fonction.

C'est ce noeud de relations qui est au centre de notre recherche, c'est cet ensemble de conflits (As/Ad) et (As/P) qui pourrait être résolu par le e-vote. Nous avons vu que ces relations sont en principe des relations convergentes mais en réalité elles sont divergentes. Le e-vote est-il un moyen pour les résoudre ces conflits ?

De plus, face à une information asymétrique, le e-vote peut être analysé comme un signal fourni par les insiders aux outsiders. Ces derniers regroupent non seulement les actionnaires mais aussi les différentes parties prenantes de l'entreprise qui n'ont pas accès aux débats de l'assemblée générale (qui est une réunion privée).

La question est donc de savoir qui l'a décidé et quels en sont les résultats ? Le e-vote est-il décidé par les managers ou plutôt un hasard moral incitant les managers à agir dans l'intérêt de l'actionnaire non informé ? Est-il imposé par les propriétaires ?

Or la relation inter actionnaires n'est pas du tout homogène. La distinction traditionnelle et légale entre majoritaires et minoritaires par rapport aux proportions relatives du capital détenu par les actionnaires est une évidence arithmétique souvent insuffisante. Dans la pratique, l'actionnaire cherche, par le droit de vote, l'exercice du pouvoir, c'est-à-dire la capacité de conduire la stratégie l'entreprise et ceci par le contrôle et la nomination des organes dirigeants. La distinction entre actionnaires se fait donc entre un groupe d'actionnaires ayant le pouvoir de contrôle (« controlling investors ») et les investisseurs extérieurs (« outside investors »).

En outre, La Porta et al. (1998) ont mis en évidence la relative concentration de la propriété dans les pays développés : les trois premiers actionnaires détiennent en moyenne 12 % du capital aux États-Unis, 50 % en Allemagne et 60 % en Italie. Par ailleurs, les vagues de fusions et l'émergence de structure de groupe renforce un effet de levier du pouvoir par le biais des participations en pyramide.

Le problème d'agence fondamental n'est donc pas celui entre un actionnariat diffus et des managers professionnels, mais celui entre des actionnaires extérieurs et des actionnaires ayant le contrôle de l'entreprise. Ces derniers jouissent, grâce à la relation d'agence qu'ils entretiennent avec les dirigeants de l'entreprise, d'un accès à une information économique privée et de meilleure qualité sur les performances et la valeur de l'entreprise. L'analyse de la relation avec les dirigeants se fait dans le cadre d'une relation d'agence (contrôle, révocation, incitation), et les grands dirigeants intéressés deviennent des associés de fait. Des liens contractuels sont mis en place par les « controlling investors » avec leur agrément (stock-options, clauses de rémunération...). Selon Charreaux (1999), La théorie de l'incitation montre l'existence de liens entre la performance et la participation actuelle ou future des dirigeants au capital.

De plus, il existe une logique du contrôle concentré de la part de ce groupe de contrôle et qui ne situe pas son action dans le cadre d'une régulation externe par le marché.

L'activité de contrôle entraîne une responsabilité des actionnaires de contrôle vis-à-vis des minoritaires. Selon Grossman et Hart (1980), les actionnaires extérieurs sont en effet dans la position de free riders ou « passagers clandestins ». Ils bénéficient de tous les effets du travail de contrôle des majoritaires sans en supporter les coûts. L'activité spécifique de contrôle est faite au profit de l'ensemble des actionnaires, elle justifie donc une rémunération des « controlling investors » de la part des « outside investors » sous forme de rente du contrôle. Les « outside investors » ont un accès plus pauvre et plus incertain à l'information, notamment stratégique. Leur rôle est essentiellement d'être des bailleurs de fonds à risque régulé par la contrainte du marché.

Pourquoi donc les controlling investors, (avec ou sans l'appui des dirigeants) mettent-ils en place le e-vote sachant que les outside investors pourront alors participer plus aux décisions et au contrôle et dans ce cas leur contester leur rente de contrôle ?

On peut penser que cette pratique dénote de l'existence de certains conflits entre le groupe de contrôle et les dirigeants. Ces derniers peuvent ainsi chercher l'appui de ces

minoritaires ou du moins ils se trouvent devant un dilemme : comment réussir à contrôler plus les dirigeants sans laisser la place aux « outside investors » de s’immiscer dans le pouvoir.

Pour les premiers, le e-vote est une amélioration technique pour mieux contrôler ; pour les seconds c’est un moyen pour plus de transparence.

Le e-vote est aussi un outil réel ou artificiel pour donner plus de valeur à leur firme. Gompers et al. (2003) ont observé que les firmes proposant des droits plus élevés aux actionnaires acquièrent une plus forte valeur. Ainsi, une stratégie boursière fondée sur l’achat d’actions de firmes ayant les droits les plus élevés et sur la vente des actions de firmes ayant les droits les moins élevés a permis d’obtenir une rentabilité anormale de 8.5% par an. Dans ce cadre, les investisseurs institutionnels sont obligés, ou fortement encouragés comme aux USA, à voter et à établir une charte de bonne conduite quant à leur politique de vote. Il en découle un processus administratif renforcé notamment pour les groupes dont le capital est très dispersé. Ces tâches qu’il faut agencer sont bien souvent à la charge du secrétariat général du groupe. Même si l’on remarque que la délégation de ce processus par les dirigeants n’est pas systématique, la mise en œuvre des tâches techniques est confiée au secrétariat général ou à une société de service spécialisée dans sa mise en œuvre.

Aujourd’hui, des variantes sont observées et il reste délicat de prétendre que la gouvernance s’en trouve améliorée. Au fait, il s’avère que de nombreuses questions se posent et interpellent l’observateur de cette pratique. Celles-ci constituent de la sorte le fondement de notre jeu d’hypothèses.

2.2.2- Les hypothèses

Suite aux différents travaux théoriques évoqués ci-dessus, nous avons constitué un ensemble d’interrogations sur ce phénomène. Dans le cadre de cette étude, certaines questions constitueront notre étude empirique. Globalement, le e-vote, c’est-à-dire ici le vote on line, reste-il une simple utilisation des technologies modernes ou bien cache-t-il une démarche visant à plus de démocratie pour les actionnaires ? En recherchant plus de transparence de l’information, les dirigeants de ce type d’entreprise souhaitent-ils tirer avantage auprès des actionnaires et faire participer plus de monde ? Y a-t-il eu plus de réunion d’AG ? Cherche-t-on à réduire les coûts d’agence ? Le e-vote est-il plus ou moins coûteux ? Y a-t-il eu un effort d’informations antérieurement ou même une demande de la part des actionnaires ou s’agit-il d’une décision prise à la hâte par les managers pour céder à une certaine mode ? Y a-t-il eu adhésion des actionnaires et donc utilisation massive de ce mode ou bien rejet ou encore méfiance ?

Notre première hypothèse concerne donc le nombre d’actionnaires présents aux assemblées générales :

H1 : le nombre d'actionnaires présents aux assemblées générales est strictement supérieur dans le cas des entreprises qui utilisent le e-vote.

Si cette hypothèse est vérifiée, cela signifiera que le e-vote est employé comme une simple amélioration d'une procédure administrative ; sinon, il y a possibilité de pratique de bonne gouvernance.

Ce critère a été collecté directement auprès des sociétés soit l'information est disponible soit par mail. Mais les réponses sont souvent approximatives, le nombre est souvent donné en ordre de grandeur ce qui relativise nos données. Pour mieux préciser ces données, nous avons eu aussi recours aux associations d'actionnaires.

Ensuite nos hypothèses concernent la répartition des actionnaires dans le capital social et leur activisme.

H2 : les entreprises qui utilisent le e-vote ont la plus forte dispersion de capital.

En effet, selon la théorie de l'agence, les coûts d'agence sont plus importants dans les entreprises caractérisées par une large diffusion de leur capital. Ces coûts peuvent être maîtrisés par la mise en place d'un système de surveillance fondé notamment sur la production et la diffusion d'informations par l'agent. Ce critère est mesuré par (1-% détenu par ceux qui détiennent 5% ou plus).

D'autres hypothèses ont été élaborées mais faute de données, elles feront l'objet d'études postérieures ; il s'agit notamment de se demander si le nombre d'AG a augmenté, s'il y a plus d'actionnaires étrangers ou d'investisseurs institutionnels dans l'actionnariat.

L'assemblée générale dans sa forme actuelle avec une présence physique ne constitue plus un moyen suffisant et efficace pour exercer le gouvernement d'entreprise c'est-à-dire ici la participation des actionnaires (minoritaires, dispersés...) à l'information et aux décisions, le vote par correspondance ou par procuration non plus. Par contre, le e-vote s'il cherche à rétablir un climat de confiance des actionnaires envers les dirigeants devrait établir préalablement cette foi en la technologie et ce respect envers cet outil.

Une enquête est donc réalisée afin de vérifier concrètement tous ces constats présentés et ces hypothèses échafaudées.

3. L'enquête menée auprès des groupes :

L'étude empirique a été menée sur deux années.

3.1-Echantillon et méthodologie :

3.1.1- L'échantillon de l'étude :

Les études antérieures²⁵ centrées sur l'emploi des NTIC et de l'Internet dans l'entreprise ont démontré, entre autres, l'existence d'une relation entre la fréquence d'utilisation de ce

média et la taille de l'entreprise. Nous nous centrons donc sur les principales entreprises cotées en Europe. Pour cela, nous avons choisi comme échantillon la liste des 100 plus fortes capitalisations cotées sur Euronext car ces mêmes études antérieures ont montré que l'utilisation des NTIC concerne essentiellement, à côté des firmes de high tech, les grandes sociétés cotées.

3.1.2- La méthodologie :

- Enquête préliminaire : Il s'agit de savoir qui utilise le e-vote, et comment est-il présenté par la société ? L'étude a été menée à partir des avis précédents et des rapports suivants les Assemblées Générales 2005 et 2006.

- Mailing : Un questionnaire simple administré par mail aux responsables des Assemblées Générales. Nous avons choisi ce mode de transmission car la majorité des sociétés communique à travers leur site Internet via un mail personnel ou un encart « contact » sur le site. Nous leur demandons s'ils utilisent le e-vote et l'Internet pour leur assemblée générale.

- Formulaire en ligne : Enquête de terrain avec un questionnaire détaillé et hébergé sur le Web de l'AFME²⁶ et adressé aux émetteurs et aux actionnaires. Celui-ci a été construit sur les modèles des formulaires en ligne automatisés. Il est accompagné d'une petite note de présentation et d'une invitation à répondre au questionnaire. Mais la faiblesse du nombre de réponses reçues à ce jour empêche, pour l'instant, son exploitation.

3.2- Les résultats :

Nous présenterons ici les résultats de l'enquête préliminaire puis celle du Mailing :

3.2.1- L'enquête préliminaire :

Le dépouillement des avis de convocation, des rapports de gestion, des guides des actionnaires publiés et des rapports interactifs des 100 sociétés, constituant l'Euronext100, nous donne des informations sur la pratique du e-vote.

En outre et pour appréhender cette pratique et son lien avec la gouvernance, il est important de rechercher d'autres signes qui confirment que le e-vote est utilisé dans le but d'une transparence de l'information et d'une meilleure participation des actionnaires. Nous avons étudié donc aussi d'autres aspects sur le site Internet des sociétés qui peuvent renseigner sur cette pratique. Ces signes sont l'emploi du webcast et la possibilité offerte aux actionnaires de voter on line via Internet.

Les résultats sont présentés dans le tableau 3 suivant :

2005 2006	utilisent	utilisent si ²⁷	N'utilisent pas	n. c.	Total
Vote électronique	19% 58%	8% 8%	33% 29%	40% 5%	100% 100%
Webcast	31% 43%	- -	29% 52%	40% 5%	100% 100%
Vote par Internet	5% 11%	- -	55% 84%	40% 5%	100% 100%

Tableau 3- Catalogue du e-vote sur les sites Web en 2005 et 2006

Ce tableau indique qu'en 2005, la majorité des grandes sociétés cotées sur Euronext et composant la liste Euronext 100 n'utilise pas le vote électronique²⁸ : Moins de 20% des sociétés y ont recours. Quelques 8% ont déjà obtenu l'aval de leur assemblée générale pour passer à cette méthode de vote, le conseil d'administration n'a pas encore validé ce choix mais on observe que l'entreprise cherche à communiquer sur ce sujet. Certaines sociétés utilisent, quand même, le vote électronique par boîtier depuis plus de six ans.

En 2006, on observe que la tendance vers l'électronique se renforce petit à petit mais sans atteindre la majorité absolue. On note que les informations financières et stratégiques sont maintenant largement disponibles au public et aux actionnaires. Par ailleurs, le taux de réponse s'est fortement amélioré et très peu de sociétés rechignent à communiquer sur ce sujet. Dans ce cas, les firmes qui n'informent pas (n. c.) sur ce sujet, pratiqueraient à notre sens une politique de rejet de l'information du public et nous les avons donc classés parmi les réponses négatives.

Par ailleurs, le e-vote est peu présent dans le rapport de gouvernance mais plutôt dans les informations pratiques destinées aux actionnaires. Il est rarement fourni comme un élément positif de gouvernance en faveur des actionnaires. Or deux cas peuvent se rencontrer :

- ou bien ce sont des sociétés où il n'y a pas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, ou plus simplement, il y a convergence d'intérêts, dans ce cas le e-vote renforce ce lien et c'est une procédure d'amélioration de la communication entre actionnaires et insiders.
- Ou bien les conflits et la divergence existent et dans ce cas, le e-vote est un moyen, exigé par les actionnaires, et mis en place par les dirigeants afin de réduire ces conflits.

De plus, après les déboires des premières expériences, les dirigeants ne veulent pas communiquer sur ce sujet au grand public et ont tendance à l'inclure dans une démarche de qualité administrative.

En outre, il y a de plus en plus de sociétés qui utilisent le webcast ou la visioconférence. Pour la majorité, cet outil est employé alors que le vote est encore manuel, ce qui peut être considéré comme une démarche qui vise à instaurer des assemblées générales électroniques et

le e-vote. Ainsi, en 2006, 80% des vidéos sont transmises en direct sans interruption et sous contrôle d'huissiers de justice, le jour de l'Assemblée générale. Elles sont visibles ensuite, en différé, sur le site de la société pendant plusieurs mois. On propose aussi des courtes vidéos montées.

Enfin, le vote par Internet, qui, employé en direct constitue à notre sens le véritable e-vote, n'est utilisé que par environ 5% des entreprises étudiées et concerne plutôt le vote en pré- A. G.

Les assemblées générales de ces sociétés ressemblent pour l'instant à un vaste laboratoire d'expérimentation sur le terrain. Sans doute que les autres groupes observent avec intérêt ces expériences.

On observe ainsi que la situation a sensiblement changé entre 2005 et 2006 aussi bien d'un point de vue qualitatif, technologique que quantitatif et informationnel.

Mais, l'étude des documents publiés n'est pas suffisante compte tenu du nombre important de défauts d'information rencontrés sur les sites Web, il est nécessaire de poser aussi les questions aux entreprises.

3.2.2- le questionnaire par mailing :

Le terme e-vote regroupe généralement un ensemble de procédures mis en place afin d'améliorer le fonctionnement des réunions institutionnelles telles que les assemblées générales. Il peut porter simplement sur le passage d'une technique de vote manuel à un vote par boîtier ou par lecteur optique, il peut concerner la retransmission de l'assemblée générale sur le Web, il peut enfin s'agir d'une retransmission de l'assemblée générale, en direct et sans coupure et sous contrôle d'huissiers de justice, avec la possibilité de voter en direct c'est-à-dire la capacité de changer le sens de son vote selon l'évolution des débats de l'assemblée générale. A notre sens, ce dernier cas peut être qualifié de bonne gouvernance car il donne une chance à tous les actionnaires, quelles que soient les conditions, de participer réellement et efficacement à l'assemblée générale. Déjà, la possibilité donnée aux actionnaires d'assister en temps réels aux réunions des analystes via Internet est jugée comme de la bonne gouvernance, elle est même dans la loi néerlandaise.

A ce niveau, nous pouvons admettre que le critère de distinction entre une simple accumulation de pratiques de vote utilisant les TIC et le e-vote est, à notre sens, la possibilité offerte par l'entreprise à ses actionnaires de suivre le déroulement de l'A. G. en temps réel, sans coupure et sous contrôle légal.

Par ailleurs et pour l'instant, on peut remarquer que le vote par Internet est généralement pratiqué en pré assemblée générale c'est-à-dire de la même façon que le vote par correspondance mais par voie électronique au lieu de la voie postale, il s'agit donc d'une simple amélioration technique d'un procédé.

Le vote électronique par boîtier est, de la même manière, juste une amélioration des techniques utilisées : au lieu de la main levée ou des cartons à lectures optiques, on utilise l'électronique²⁹. Ce mode permet de gagner beaucoup de temps sur la procédure de vote ce qui permet de se concentrer sur l'essentiel c'est-à-dire les débats sur ces résolutions proposées au vote de l'assemblée générale, mais ce n'est pas déterminant en tant que démarche de bonne gouvernance.

Reste que l'emploi de la vidéo, qui se généralise, présente beaucoup d'intérêt pour notre problématique. Les retransmissions en différé améliorent l'information et sa transparence, mais ceci n'est pas suffisant. Par contre, la retransmission en direct peut constituer une stratégie de gouvernance car l'actionnaire non présent peut suivre l'assemblée générale et recevoir une information fraîche³⁰ surtout dans le cas des assemblées « difficiles ». Ceci peut intéresser particulièrement les investisseurs institutionnels qui sont souvent sollicités par plusieurs Assemblées Générales en même temps et à des endroits différents sinon à l'étranger. Dans ce cas, ils peuvent aussi voter s'ils ont donné une procuration mais ils restent tributaires de leur délégué surtout en cas d'évolutions en cours de l'assemblée générale.

Le vote on line par Internet couplée à une retransmission en temps réel et sans coupure est dans ce cas une véritable avancée dans l'exercice du droit des actionnaires. Elle concerne aussi bien les institutionnels que les petits porteurs ou les étrangers.

Suite à l'expérience vécue et dévoilée par les entreprises dans le questionnaire, on peut donc établir un premier constat sur cette pratique.

A partir des adresses mail des responsables de l'assemblée générale ou bien de la fiche « contact » de la relation actionnaires présente sur le site Web de la société, nous avons adressé un mail à toutes les entreprises de notre échantillon. Celui-ci contient quatre questions simples.

Avec un taux de réponse supérieur à 75% et un délai de réponse remarquable, nous pouvons conclure que ces sociétés maîtrisent bien le fonctionnement de l'information par le web. Ces résultats sont présentés dans le tableau 4 suivant :

Pratique	Vote électronique	Vote par Internet	Retransmission en direct	Retransmission en différé
% de sociétés qui pratiquent :	62%	11%	36%	45%
% de sociétés qui ne pratiquent pas :	38%	89%	64%	55%
Total	100%	100%	100%	100%

Tableau 4- les pratiques on line aux assemblées générales en 2006

Nous observons qu'en 2006, la majorité (près des deux tiers) des grandes sociétés européennes affirme utiliser le vote électronique c'est-à-dire le vote par boîtier. Par contre, le vote par Internet (généralement en pré -AG) est employé par seulement 11% des entreprises ;

l'enregistrement vidéo des assemblées générales est fourni par presque la moitié de notre échantillon, mais à peine plus du tiers transmet cette assemblée en direct.

Il est à noter que toutes les sociétés, qui offrent la vidéo en direct, utilisent aussi la retransmission en différé, de même, les entreprises, qui emploient le vote on line, pratiquent les autres formes d'A.G. électroniques.

Ce tableau confirme nos remarques théoriques puisqu'on observe que le vote par Internet est couplé avec la retransmission en direct des A. G. Ainsi, les entreprises qui investissent dans les retransmissions en direct, s'assurent la production de webcast sur leur site et investissent parfois (pour un tiers environ) dans le vote on line. Elles répondent à une démarche de gouvernement d'entreprise. Par contre, les entreprises qui investissent peu dans les A. G. électroniques en passant uniquement au vote par boîtier ou à la retransmission de séquences en différé obéissent à une logique administrative et d'information « grand public ». A ce stade d'observation, nous chercherons à expliquer pourquoi certaines firmes s'adonnent à cette nouvelle technologie et d'autres pas, s'agit-il tout simplement de suivre l'air du temps ou d'appliquer une démarche de relations d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Nous sommes donc tentés de discriminer notre population entre ces deux types de firmes.

3.3- la comparaison des échantillons:

Enfin, nous avons recoupé les informations collectées sur les sites Web et celles provenant des réponses aux mails et nous avons ainsi pu classer nos sociétés de l'Euronext à partir de ces critères et principalement le critère de retransmission de l'A. G. en direct.

3.3.1- Description des échantillons :

Nous obtenons ainsi deux populations des entreprises de l'Euronext100 différenciées qui pourront être comparées. Entre les deux demeurent quelques firmes qui n'ont pu être classées à cause du manque d'informations, de données ou de réponses.

Nous détaillons ici les statistiques descriptives de nos deux échantillons³¹, le portefeuille d'entreprises employant le Vote Electronique est noté VE et le portefeuille d'entreprise utilisant le Vote Traditionnel est noté VT. Le premier portefeuille regroupe 37 entreprises et le second 42 entreprises.

Nous remarquons que le portefeuille VE est assez diversifié avec un certain nombre de grandes entreprises du secteur technologique et financier. Par contre le portefeuille VT présente des sociétés plus modestes et du secteur immobilier, du commerce ou des services au public.

Le tableau 5 résume les principales caractéristiques des deux groupes de firmes pour l'année 2006 :

- La taille est représentée par le total actif et la capitalisation boursière ;
- La performance est mesurée par le ROA, le ROE et la variation boursière de l'action sur une année ;

Nous effectuons un test de comparaison de moyennes afin d'observer les différences entre ces deux portefeuilles. Nous présentons les portefeuilles dans le tableau ci-dessous, les statistiques descriptives et de normalité sont détaillées en Annexe.

facteurs	Moyenne, portefeuille VE	Moyenne portefeuille VT	TEST de Moyenne T de Student	Probabilité
<u>Taille :</u>				
--- total actif	231 171,5	49 445,82	2,266	0,026**
--- capitalisation boursière	31210,4	9714,27	2,828	0,006***
<u>performance :</u>				
--- ROA	5,62%	6,45%	0,512	0,61
--- ROE	19,65%	18,55%	0,498	0,62
---variation boursière	11,16%	20,10%	1,715	0,09*

Tableau 5- description des portefeuilles

Il s'avère que le portefeuille VE regroupe des sociétés de taille plus importante en total actifs et en capitalisation boursière. Par contre, le portefeuille VT présente des sociétés de taille plus modeste.

Par ailleurs, le premier portefeuille présente une performance moyenne inférieure à celle du deuxième portefeuille. Ce dernier domine en terme de performance boursière, alors que la différence de performance comptable (ROA et ROE) n'est pas significative.

Il paraît donc que les deux populations sont différenciées. Il s'agit maintenant de rechercher une explication à ce choix de mode de vote.

3.3.2- Test des hypothèses explicatives liées à la gouvernance:

Il est intéressant de préciser cette différence entre les deux populations en terme de structure de l'actionariat puisque certaines entreprises qui n'utilisent pas le vote électronique se justifient en argumentant sur le faible nombre d'actionnaires présents à leurs assemblées générales. Cette dernière information est rarement disponible chez les sociétés (par exemple : 858 personnes pour l'A. G. d'Axa, 1400 pour Air liquide...); elles offrent plutôt le pourcentage des actionnaires présents ou représentés.

Pour vérifier nos hypothèses, nous avons toujours recours à un test de comparaison de moyenne entre les deux populations différenciées ci-dessus. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant :

facteurs	Moyenne, portefeuille VE	Moyenne portefeuille VT	TEST de Moyenne T de Student	Probabilité
H1- nombre actionnaires	338	294	0,6764	0,5
H2- dispersion du capital	0,467	0,379	1,956	0,05**

Tableau 6- comparaison des portefeuilles

Nous observons que :

Concernant la première hypothèse, il n'y a pas de différence statistiquement vérifiée entre les deux groupes, ce qui signifie que même si les entreprises qui utilisent le e-vote semblent avoir un nombre de personnes présents aux assemblées générales plus importants (338 personnes en moyenne contre 294), ce critère n'est pas discriminant sur notre population. Il faut dire que le portefeuille VT comprend quelques entreprises de fortes dimensions en terme de nombre d'actionnaires tels que Air France ou Air Liquide. Néanmoins on peut constater que la facilitation des procédures administratives des assemblées générales est un facteur qui ne joue pas de façon pertinente dans le choix du e-vote.

Concernant la deuxième hypothèse, on s'aperçoit que les entreprises qui utilisent le e-vote sont des entreprises dont le capital est plus diffus (46% du capital en moyenne contre 37%), ce qui milite en faveur d'une explication en terme de coûts d'agence. Dans ce cas, la transmission en direct de l'assemblée et le vote électronique sont des modalités employées pour émettre plus d'information et surveiller les coûts d'agence.

Même si le e-vote n'est pas présenté dans la politique de gouvernance de l'entreprise, nous avons pu démontrer que cette procédure dépasse la simple procédure administrative. En effet, il est employé aussi bien par des AG de taille importante que par des AG de taille plus réduite. Donc, Il n'y a pas uniquement un aspect quantitatif mais aussi un aspect qualitatif de cette assemblée. Le e-vote est plus qu'une simple utilisation d'un outil technologique en faveur d'une bonne gestion administrative, c'est aussi et surtout un outil de bonne gouvernance en faveur des actionnaires.

Conclusion :

Le e-vote est de plus en plus employé par les groupes cotés sur l'Euronext. Ce sont plutôt des entreprises de taille importante mais de performance généralement moins bonne que celle des firmes n'employant pas ce vote électronique.

Une séparation des entreprises composant l'Euronext100 a été réalisée en sociétés employant le vote électronique VE lors de leur assemblée générale et celles employant le vote traditionnel VT. On peut aussi observer que les deux portefeuilles sont assez diversifiés, mais que les firmes du portefeuille VE appartiennent plutôt au secteur technologique et financier, alors que les firmes du portefeuille VT font plutôt de l'immobilier et du service.

Les tests de comparaison effectués selon des données explicatives en terme de gouvernance nous permettent d'observer que ce sont des entreprises dont le capital est plus diffus. De plus, il n'y a pas de différence statistique en terme de présence aux assemblées générales. Ce qui renforce notre opinion que le e-vote dépasse le simple stade de l'amélioration du processus administratif de la gestion de ces assemblées.

Le e-vote fait partie d'un processus plus global de gouvernement d'entreprise fondé beaucoup plus sur la qualité de l'information que sur les procédures de l'organisation. Ce n'est qu'un maillon de la chaîne des règles de transparence établies au profit de l'actionnaire.

Pour l'instant, les groupes s'intéressent à l'information financière en améliorant la rapidité de sa divulgation via le net et la qualité notamment avec les rapports interactifs. Le e-vote est déjà vécu comme la prochaine étape d'un dispositif administratif en ligne. Celle-ci est en cours de réalisation pour un certain nombre de plus en plus important d'entre elles. L'enquête a permis de mesurer l'évolution des processus de mise en place de la gouvernance alors que l'usage des technologies de l'information progresse dans l'organisation.

Le e-vote n'est pas uniquement un outil technologique en faveur d'une bonne gestion administrative des assemblées générales, c'est aussi et surtout un outil de bonne gouvernance en faveur des actionnaires. Il dénote d'un certain nombre de divergences dans les relations d'agence entre les parties prenantes de la firme et particulièrement entre les dirigeants et les actionnaires et aussi entre les différentes catégories d'actionnaires.

Il s'agit pour nous maintenant de vérifier les autres hypothèses et aussi d'améliorer la qualité de nos résultats économétriques en employant des données sur un échantillon plus large incluant les firmes américaines, japonaises et allemandes.

BIBLIOGRAPHIE :

AMF, les entretiens de (2004) « comment favoriser la démocratie actionnariale », *synthèse des débats de l'AMF*, 18/11/2004.

At, C., 2000, « faut-il créer un marché des droits de vote ? » *Revue d'Economie Politique*, vol.110, N°6.

Balachandran, S.V., P. Joos & J. Weber, 2005 “do voting rights matter: evidence from the adoption of equity-based compensation plans” conférence Internationale de Comptabilité Bordeaux 29-30 Septembre.

Bancel, F. 1997, « gouvernance des entreprises » *Economica*, Paris.

Banque de France, 1998, « La structure du capital des entreprises françaises » *Bulletin mensuel*.

Charreaux G., 1999, « Théorie positive de l'agence, de nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIe siècle », *Economica*, Paris.

Couret A., De La Bruslerie H. « Analyse économique de l'appropriation de la richesse dans l'entreprise et évolutions récentes du droit français » *Revue internationale de droit économique*, 2002/4, pp. 575-601

Craven, BM & CL. Marston, 1999, “Financial reporting on the Internet by leading UK companies” *The European Accounting Review*, 8(2), pp. 321-333.

De Angelo, H. et L. De angelo, 1985 « managerial ownership of voting rights » *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 33-69.

Deller, D. & Stubenrath M, Weber C., 1999, “a survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany” *The European Accounting Review*, 8(2), pp 351-364.

Gompers, P.A., Ishii J., et Metrick A., 2003, “Corporate governance And Equity Prices” *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1) February 2003 pp. 107-155.

Gompers, P.A. & Andrew Metrick A., 2001, "Institutional Investors and Equity Prices" *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 116(1), pp. 229-259

Grossman, S.J., Hart, O.D., 1980 « Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation », 11 *Bell Journal of Economics*, pp. 42-64

Grossman, S.J., Hart, O.D., 1988, « One-share-one-vote and the market of corporate control » *Journal of Financial Economics*, 20, pp185-202.

Hamon, J., 2001, “la répartition des droits de vote, leur exercice, et l'efficacité économique » *Cahier du CEREG*.

Harris, M et A. Raviv, 1988, « corporate governance, voting rights and majority rules » *Journal of Financial Economics*, 20, pp 203-235.

Henchiri, J. E., P. Pecquet, 2005, « La pratique du E-vote : enquête de corporate governance » Actes du colloque ‘Le développement de l'usage des TICs.’ AFME- ESC Clermont 24 juin 2005

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, F., A. Shleifer, 1998 « Law and Finance », 106 *Journal of Political Economy*, p. 1113-1155.

Levy, H., 1982, « economic valuation of voting power of common stock » *Journal of Finance*, vol. 38, pp.79-93.

Lymer, A., Debreceny, R. Gray, GL. & A; Rahman, 1999, “Business reporting on the Internet”, *discussion paper IASC*, London.

Mallin, C., 1995, “voting and institutional investors: Britain” *Accountancy*, vol.116, September 1995 p.76.

Mikkelson, W.H. et M. M. Partch, 1989, “Managers’ voting rights and corporate control” *Journal of Financial Economics*, vol. 25, N°2, pp. 263-290.

Morin, F., 1999, « le modèle français de détention et de gestion du capital » *la documentation française*.

Newbold inquiry, 1999, “an independent inquiry into proxy voting”, *the National Association of Pension Funds*.

Petravick, S. & J. Gillett, 1996, “financial reporting on the World Wide Web”, *Management Accounting*, 7, pp. 26-29.

Rubinstein, M., *Revue d'Economie Industrielle*; N° 98, 1er trimestre 2002, page 9.

Schleifer, A & Vishny R.W., 1997, « a survey of corporate governance », *journal of Finance*, 52, June, pp.737-784

Schleifer, A & Vishny R.W., 1986, « large shareholders and corporate control », *journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.

Shareholder Voting Working group (The), 2001, “*recommendations of the Newbold Inquiry forward*”.

Toporkoff, S., 2002, “e-vote in France: a country of paradox” *workshop Internet voting*, Marburg U., Juin.

Zingales, L., 1994, « the value of voting right: a study of Milan stock Exchange » *The review of Financial Studies*, 7, pp 125-148.

WEBOGRAPHIE :

- Becht, M. (1997) « *strong block holders, weak owners and the need for European mandatory disclosure* » the European union in <http://www.ecgn.ac.be/ecgn/>
- Carlson, C. (2004) « *E-voting returns mixed results* » www.eweek.com, November 8.
- Coupry, P.M. (2003) « *Les entreprises françaises développent le vote des actionnaires par Internet* » www.novethic.fr, 14/05/2003.
- Deblock, F. (2004) « *E-vote : quels moyens de contrôle ?* » [www.lejournaldunet](http://www.lejournaldunet.com) , 9 /11/2004.
- Drothier, Y. (2007), « *Le vote électronique en 10 technologies* », JDN Solutions, <http://solutions.journaldunet.com/0703/070301-vote-electronique/1.shtml>
- Forum des droits sur Internet (le) (2003) « *Quel avenir pour le vote électronique en France ?* » rapport du 26/09/2003 in www.foruminternet.org
- Haas, G. (2002) « *Vote électronique et visioconférence en entreprise : mode d'emploi juridique* » [www.lejournaldunet](http://www.lejournaldunet.com) , 02 /07/2002.
- Myers, P. (2004) “*Review of the impediments to voting UK shares*” report to the shareholder voting working group, janvier 2004, <http://www.aite.co.uk/files/technical/04-02-04%20Final%20SVWG%20Report.pdf>
- Nachury, L., (2003) « *Les grands débus du vote en ligne ne récoltent pas les suffrages* » <http://www.01net.com/>, 02/06/03.
- Ogier, T. (2003), « *Le vote électronique en vedette au Brésil* », www.lesechos.fr, 07/10/03
- Winter, J. (2002), rapport sous la direction de, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_fr.pdf

¹ Le 21 mai 2003 dans un plan d'action pour l'amélioration des règles du gouvernement d'entreprise et la qualité de l'audit statutaire dans l'Union Européenne.

² Qui l'ont prévu dans ses statuts, voir l'article L.225-107 du Code de commerce

³ En France, on estime un surcoût de 20 € par vote pour les élections du CSFE, voir Nashury (2003). Il s'agit pour l'entreprise d'une substitution entre divers coûts pour une meilleure information, voir Couptry (2003). Estimé à 1\$ par habitant pour des élections présidentielles au Brésil, voir Ogier (2003).

⁴ Voir Latrive F. (2002) « Vivendi, les suites d'un vote électronique » *www.liberation.com* - 4 mai 2002

⁵ à un prix d'environ un million de yen par an, selon le TSE.

⁶ Voir C. AT (2004)

⁷ et ceci pour une structure de direction monal ou dual.

⁸ Voir groupe « vote transfrontalier » sur www.wodc.nl

⁹ AMF : Autorité des Marchés Financiers

¹⁰ Voir exemple dans le guide 2005 de l'actionnaire ACCOR.

¹¹ Notamment par Danone depuis 2003

¹² Voir : [Http://www.entreprises.bnpparibas.fr/GIS](http://www.entreprises.bnpparibas.fr/GIS)

¹³ Voir schéma détaillé dans Henchiri&Pecquet (2005)

¹⁴ en réalité, il peut exiger la levée de l'anonymat, particulièrement pour les franchissements de seuil.

¹⁵ soit le délai légal minimum de publication des documents de l'assemblée générale.

¹⁶ Les réunions d'analystes et autres présentations de presse ne sont pas sujettes à ces exigences draconiennes.

¹⁷ N°2002-803 du 3 Mai 2002

¹⁸ +45% de votants pour des élections politiques en Grande Bretagne.

¹⁹ Voir Ethique et vie des Affaires N°3, janvier 2003 in <http://www.newsmanagers.com>

²⁰ Voir l'argumentaire développé sur http://www.fing.org/index.php?num=4739_2

²¹ Cette liberté n'est pas non plus totalement assurée en assemblée générale.

²² Voir pour le standard américain : http://www.ss.ca.gov/elections/ks_dre_papers/avvpat_standards_6_15_04.pdf

²³ Voir : http://www.interieur.gouv.fr/rubriques/b/b3_elections/b31_actualites/index_html/2003_07_04_machines_voter

²⁴ in Brousseau E. et Glachant J-M., Economie des contrat et renouvellement de l'analyse économique, Revue d'économie industrielle, n° 92, 2000, page 23.

²⁵ Voir notamment Carven et Marston (1999)

²⁶ <http://www.cyber-gestion.com/prog/formulaire/appelevote.htm>

²⁷ L'assemblée générale a donné son autorisation mais pas le conseil d'administration.

²⁸ Nous pouvons supposer que les sociétés qui ne communiquent pas sur ce sujet (n. c.) sont en majorité non utilisatrices de ce mode.

²⁹ Voir Drothier (2007) pour une revue des différentes technologies.

³⁰ Même si l'information a pour l'essentiel circulé, la séance de l'assemblée générale peut être l'occasion de divulgation d'informations volontaires.

³¹ Les statistiques descriptives de nos données sont présentées en annexe.

Annexe : Statistiques descriptives :

totalasset		
Mean	231171.5	49445.82
Median	39374.00	14715.20
Maximum	1440343.	728994.5
Minimum	1358.660	1377.680
Std.		
Dev.	409371.6	136984.6
Skewness	1.812573	4.253948
Kurtosis	4.757607	20.72580
Jarque-		
Bera	21.64115	515.4513
Probability	0.000020	0.000000

capitalisation		
Mean	31210.40	15552.17
Median	20442.16	9714.275
Maximum	102881.4	52410.29
Minimum	3470.540	2058.960
Std.		
Dev.	27375.72	13555.76
Skewness	1.011191	1.409067
Kurtosis	3.002163	4.052802
Jarque-		
Bera	5.453379	12.06704
Probability	0.065436	0.002397

ROA		
Mean	5.626250	6.456875
Median	4.275000	4.345000
Maximum	30.06000	21.92000
Minimum	0.410000	2.690000
Std.		
Dev.	6.155321	6.168387
Skewness	2.138898	1.149656
Kurtosis	8.797877	3.595628
Jarque-		
Bera	69.21989	7.522146
Probability	0.000000	0.023259

ROE		
Mean	19.65687	18.55000
Median	16.67500	15.62500
Maximum	48.44000	66.22000
Minimum	2.540000	8.590000
Std.		
Dev.	10.28246	13.83029
Skewness	1.221707	1.331587
Kurtosis	4.280789	6.001050
Jarque-		
Bera	10.14759	21.46506
Probability	0.006259	0.000022

perf bours		
Mean	11.16529	20.10250
Median	7.890000	20.30500
Maximum	53.48000	70.24000
Minimum	-	-
Std.		
Dev.	29.18000	30.67000
Std.		
Dev.	16.92908	24.87242

Nombre actionnaires		
Mean	294.6970	345.8485
Median	214.0000	265.0000
Maximum	1400.000	860.0000
Minimum	55.00000	79.00000
Std.		
Dev.	274.8353	251.3106

Skewness	0.459276	0.024238	Skewness	2.333575	0.751168
Kurtosis	3.897763	2.300639	Kurtosis	9.356395	2.284924
Jarque-Bera	2.337100	0.655275	Jarque-Bera	85.50582	3.806478
Probability	0.310817	0.720624	Probability	0.000000	0.149085

Diffus cap		
Mean	0.379394	0.476667
Median	0.390000	0.450000
	0.700000	0.780000
Maximum		
	0.110000	0.130000
Minimum		
Std. Dev.	0.179007	0.181619
	0.151748	0.063999
Skewness		
Kurtosis	2.082801	2.142731
Jarque-Bera	1.283377	1.033029
Bera		
	0.526403	0.596596
Probability		
Observations	37	42