

Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 63 (2005)

Heft: 3: Entreprise et cultures : vers une compétence interculturelle ; Gouvernance d'entreprise en Suisse : conseils d'administration, direction assemblées générales ; Économie d'entreprise et Capital humain II

Artikel: Exercice du pouvoir aux assemblées générales des sociétés cotées à la bourse suisse

Autor: Ledentu, Florent / Boemle, Max / Pasquier-Dorthe, Jacques

DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-141685>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

Download PDF: 25.04.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

EXERCICE DU POUVOIR AUX ASSEMBLÉES GÉNÉRALES DES SOCIÉTÉS COTÉES À LA BOURSE SUISSE

FLORENT LEDENTU
MAX BOEMLE,
JACQUES PASQUIER-DORTHE
*Université de Fribourg*¹

> L'objectif de ce papier est de présenter les résultats d'une enquête sur l'exercice du pouvoir aux assemblées générales des actionnaires des sociétés anonymes cotées à la bourse suisse. L'enquête se base sur un échantillon de 111 entreprises. L'exposé se divise en trois parties: tout d'abord le cadre juridique et les débats relatifs à la gouvernance d'entreprise en Suisse, puis la méthodologie et les résultats de l'enquête. Il ressort de cette étude que les voix effectivement exercées par rapport à l'ensemble des voix correspondent en moyenne à 58%. L'étude montre en outre que ce niveau d'exercice est très fortement corrélé avec les droits de vote détenus par les actionnaires importants. Ce résultat reflète la domination des assemblées générales par les actionnaires importants, notamment grâce à l'utilisation de différents types d'actions. Il indique également que même réunis, les petits actionnaires y ont un pouvoir très faible. Pour la même raison et contrairement à une croyance couramment répandue, les droits de vote sont très majoritairement exercés directement par les actionnaires ou les organes de la société et très faiblement par des dépositaires. Ces différents résultats mettent en évidence le besoin de protection des petits actionnaires, notamment grâce à une meilleure gouvernance d'entreprise.

1. INTRODUCTION

Le rôle de l'assemblée générale, organe suprême de la société anonyme est de plus en plus remis en question. Beaucoup n'y voient plus qu'un lieu de ratification formelle des décisions préalablement prises par le conseil d'administration.

L'assemblée générale est l'organe grâce auquel les actionnaires ont la possibilité de s'exprimer, de former leur opinion et de voter. D'un point de vue légal, elle est l'organe suprême de la société et possède ainsi des droits inaliénables sur les autres organes de la société et sur la modification des statuts.

¹ Florent Ledentu est assistant de recherche à l'Université de Fribourg, dans le cadre du projet du Fonds National Suisse de la recherche scientifique intitulé « Structure de propriété, réseau de pouvoir et gouvernement des entreprises suisses ». Max Boemle et Jacques Pasquier-Dorthe sont professeurs à l'Université de Fribourg et co-directeurs du projet. Personne de contact pour ce papier de recherche : florent.ledentu@unifr.ch

Son fonctionnement se base sur le principe de la démocratie². Les droits de vote des actionnaires sont définis par les actions détenues dans la société. Ils permettent d'une part d'élire des représentants, composés des membres du conseil d'administration et d'autre part de voter sur les sujets qui leur sont soumis ou qu'eux-mêmes proposent. Le conseil d'administration est ainsi chargé de définir les stratégies à suivre et d'en contrôler l'application. La direction, nommée par le conseil d'administration, est alors responsable de la gestion et de l'exécution de ces différentes stratégies.

Cependant il s'agit bien d'une démocratie du capital et non plus de personnes. Les droits de vote détenus par certains actionnaires peuvent leur conférer une importance considérable. L'impression que les petits actionnaires puissent détenir le pouvoir de décision grâce au rassemblement de leurs voix paraît alors illusoire, principalement dans les entreprises dominées par un actionnaire principal.

Cette situation explique peut-être pourquoi certains considèrent que toutes les décisions sont déjà prises en amont et que la tenue de l'assemblée générale est une perte de temps, n'ayant lieu que pour la forme et les obligations légales. Cependant certains investisseurs désirent exercer de manière systématique et responsable leurs droits de vote et ne pas se laisser dicter la marche à suivre.

C'est dans cette perspective d'évaluation du comportement des actionnaires que nous avons analysé le niveau d'exercice et le type de représentation des droits de vote aux assemblées générales des entreprises cotées à la bourse suisse. Cette étude présente tout d'abord le cadre juridique et l'approche de la gouvernance d'entreprise en Suisse, puis l'enquête et ses résultats.

2. APPROCHES SELON LE CADRE JURIDIQUE ET LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE EN SUISSE

Pour présenter la situation des assemblées générales, il est important de prendre en considération non seulement les textes légaux, mais également les attentes et les recommandations des groupes qui se préoccupent de gouvernance d'entreprise.

2.1. Le cadre juridique

La société anonyme de droit suisse est une personne morale. Pour résoudre le problème du processus de formation d'une volonté indépendante de celle des personnes qui agissent pour elle (CC art. 55 al.1), le législateur a ainsi pourvu la société de différents organes.

Ces organes sont composés de l'assemblée générale des actionnaires (CO art. 698-706b), du conseil d'administration (CO art. 707-726) et de l'organe de révision (CO art. 727-731). Le code des obligations donne un rôle spécifique à chacun d'eux, ainsi qu'une hiérarchie légale. «L'assemblée générale des actionnaires est le pouvoir suprême de la société» (CO art. 698 al.1). Cette suprématie est assurée par des droits inaliénables (CO art. 698 al.2):

- > d'adopter et de modifier les statuts;
- > de nommer et de révoquer les membres du conseil d'administration et l'organe de révision;

² Peyrelevade 1999

- > d'approuver le rapport annuel et les comptes de groupe, mais aussi de les désapprouver et de les modifier;
- > d'approuver les comptes annuels et de déterminer l'emploi du bénéfice, surtout de fixer le dividende et le tantième;
- > de donner décharge aux membres du conseil d'administration;
- > de prendre toutes les décisions qui lui sont réservées par la loi ou les statuts, la liberté statutaire étant considérable.

Cependant dans la pratique, il existe plutôt une dualité des pouvoirs avec le conseil d'administration. En effet l'assemblée générale ne possède que des compétences spéciales, alors que le conseil d'administration reçoit la compétence générale sur toutes les affaires qui ne sont pas attribuées aux assemblées générales par la loi ou les statuts (CO art. 716 al. 1).

2.2. Les assemblées générales et la gouvernance d'entreprise en Suisse

Pour refléter le rôle et les attentes actuelles au sujet des assemblées générales, il est intéressant de relever en plus des dispositions juridiques, la position de la gouvernance d'entreprise sur le sujet. En effet les assemblées générales sont un thème central de la gouvernance d'entreprise, dont le but principal est de protéger les actionnaires et de créer une relation de confiance avec l'entreprise³.

2.2.1. Les assemblées générales et les recommandations du code de bonne pratique

Le thème des assemblées générales a été traité par Economiesuisse dans leur code de bonne pratique en matière de gouvernance d'entreprise (CSBP). Ce document contient des recommandations sans caractère obligatoire et s'adresse principalement aux entreprises cotées. La définition de ces recommandations s'appuie sur les normes et les tendances internationales en matière de gouvernance d'entreprise, mais également sur les particularités de la situation suisse.

Ce code place les actionnaires au premier rang de la gouvernance d'entreprise et propose ainsi les recommandations suivantes:

- > Les actionnaires, en tant que pourvoyeurs de capitaux, doivent avoir le contrôle final. L'assemblée générale ordinaire doit ainsi leur permettre d'exercer leurs droits de vote et leurs droits de formuler des propositions, ainsi que d'obtenir des renseignements sur les affaires de la société.
- > Les investisseurs institutionnels et autres intermédiaires qui exercent en leur propre nom, des droits attachés aux actions, doivent veiller à ce que les ayants droit économiques puissent influencer la manière dont les droits sont exercés.
- > L'entreprise doit examiner s'il convient d'abaisser les valeurs limites (art. 699 al. 3) pour requérir la convocation de l'assemblée générale ou encore l'inscription à l'ordre du jour.

³ Le code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise en donne la définition suivante : «Le *gouvernement d'entreprise* désigne l'ensemble des principes qui, tout en maintenant la capacité de décision et l'efficacité, visent à instaurer au plus haut niveau de l'entreprise, dans l'intérêt des actionnaires, la transparence et un rapport équilibré entre les tâches de direction et de contrôle.»

- > Le conseil d'administration doit veiller à ce que les actionnaires puissent exercer leurs droits en connaissance des informations essentielles.
- > Les dates de l'assemblée générale, des demandes d'inscription à l'ordre du jour, ainsi que les dates pour établir la titularité des actions doivent être choisies de manière à faciliter la participation des actionnaires.
- > Le président doit veiller au déroulement efficace de l'assemblée générale et à ce que les actionnaires puissent exercer leurs droits de la meilleure manière possible.
- > Le droit des actionnaires d'obtenir des renseignements doit être garanti, ainsi que leur droit de pouvoir consulter les documents. Par exemple, le procès-verbal de l'assemblée générale doit être mis à la disposition des actionnaires le plus rapidement possible et au plus tard au bout de trois semaines.
- > Le président organise les modalités de vote afin de pouvoir déterminer fidèlement la volonté de la majorité lors de l'assemblée générale.
- > L'information des actionnaires doit également être assurée durant l'exercice en cours. Le conseil d'administration désigne l'organe responsable des relations avec les actionnaires et veille à ce que les informations transmises respectent le principe légal de l'égalité de traitement.

Il ne s'agit que de recommandations, mais ce document indique la direction dans laquelle vont porter les discussions futures à propos des assemblées générales.

2.2.2. Les particularités de la Suisse concernant les assemblées générales

Les particularités de la Suisse concernant les assemblées générales ont été évaluées par une analyse globale de la législation et de la pratique suisse actuelles pour l'élaboration du code bonne pratique (CSBP). Ces différents aspects font l'objet d'un rapport complémentaire.⁴ Il ressort de cette analyse que la Suisse souffre d'un certain nombre de critiques indiquées ci-dessous:

- > Brièveté du délai d'invitation à l'assemblée générale
- > Possibilité restreinte de représentation pour les actionnaires (uniquement par d'autres actionnaires)
- > Infractions au principe *One share, one vote* et autres distorsions du droits de vote
- > Pas de possibilité de voter par courrier ou par les moyens électroniques modernes
- > Restrictions concernant les modalités de demande d'inscription d'un objet à l'ordre du jour.

Cependant ces problèmes sont reliés principalement à des approches différentes des assemblées générales suivant les pays. Par exemple, en Suisse, la participation des actionnaires est encore principalement axée sur la présence à l'assemblée générale. C'est dans ce cadre que les actionnaires doivent avoir la possibilité de s'exprimer, de former leurs opinions et voter. Tandis qu'aux États-unis, le processus de formation de l'opinion a lieu en amont des assemblées générales, nécessitant des règles très élaborées sur le processus de formation des

⁴ Hofstetter Karl, Le gouvernement d'entreprise en Suisse

opinions sous forme écrite et sur la représentation des actionnaires à l'assemblée générale. (Annexe 5 de la consultation de la directive de la Bourse suisse).

2.2.3. L'augmentation de la transparence

Parallèlement au code de bonne pratique, la Bourse suisse a édicté une directive concernant les informations relatives à la gouvernance d'entreprise, entrée en vigueur le 1er juillet 2002. Elle présente les informations devant être communiquées par les entreprises et qui doivent figurer dans leur rapport annuel. Son but est de permettre aux investisseurs de se faire rapidement une idée de la position de l'actionnaire dans la société. Cette directive permet notamment de rassembler diverses informations utiles aux actionnaires lors des assemblées générales:

- > Les actionnaires importants
- > Les caractéristiques des différents types d'actions et des bons
- > Les restrictions de transfert
- > Le niveau de détention d'actions et d'options par le conseil d'administration et la direction
- > Les limitations et la représentation des droits de vote
- > Les quorums statutaires
- > Les règles concernant la convocation de l'assemblée générale
- > Les dispositions régissant l'inscription de sujets à l'ordre du jour
- > L'inscription au registre des actions en vue de participer à l'assemblée générale

2.2.4. Les recommandations de vote

A un niveau encore plus concret, certaines entreprises ou organisations telles que la fondation Ethos à Genève, proposent des recommandations de vote en fonction des ordres du jour des assemblées générales.

Ainsi, un des objectifs d'Ethos est d'exercer de manière systématique et responsable ses droits de vote d'actionnaire lors des assemblées générales des sociétés. A cet effet, elle effectue une analyse détaillée des ordres du jour des assemblées générales sur la base de ses lignes directrices de vote. Celles-ci reposent sur les principaux codes de bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise ainsi que sur sa charte fondée sur le concept de développement durable⁵.

2.3. Implications pour l'étude empirique des assemblées générales en Suisse

L'analyse du cadre juridique et des débats récents sur la gouvernance d'entreprises en Suisse font ressortir une volonté de redonner plus d'importance aux actionnaires et ainsi également aux assemblées générales. Les diverses mesures proposées passent le plus souvent par une meilleure protection des actionnaires et la facilitation de l'exercice de leurs droits de vote. Les informations sur les assemblées générales 2002 ne sont influencées que partiellement par la directive de la Bourse suisse et les recommandations proposées par Economiesuisse qui n'étaient pas encore entrées en vigueur au début 2002.

⁵ <http://www.ethosfund.ch/ethos/fr/ag.htm>

A notre connaissance, aucune enquête ou base de données sur l'exercice des voix aux assemblées générales n'était disponible en Suisse. Nous avons donc procédé à un large examen de la question au moyen d'une enquête pour effectuer une évaluation de la situation actuelle.

3. L'ENQUÊTE

Les développements qui précèdent ont permis de présenter les différentes attentes à propos des assemblées générales. Cependant leurs évaluations empiriques sont confrontées aux problèmes de l'existence ou de l'obtention des informations. Pour ces raisons, l'élaboration du questionnaire se concentre principalement sur l'exercice des droits de vote aux assemblées générales. Ces informations permettent de déterminer l'attrait des assemblées générales auprès des actionnaires, mais également d'identifier les caractéristiques des entreprises influençant le taux de participation.

3.1. Le questionnaire

Le questionnaire est construit pour mesurer le taux de participation et les styles d'exercice des droits de vote à l'assemblée générale 2002. Il a été envoyé à un échantillon de 111 entreprises cotées à la Bourse suisse. Parmi ces 111 entreprises, 96 sont des entreprises non financières⁶, 10 sont des banques et 5 des assurances. Suivant la localisation des entreprises, 89 questionnaires ont été envoyés en allemand et 22 en français. Le questionnaire et la liste des entreprises de l'échantillon se trouvent aux annexes I et II.

Le questionnaire a été structuré en deux parties (voir graphique 1.):

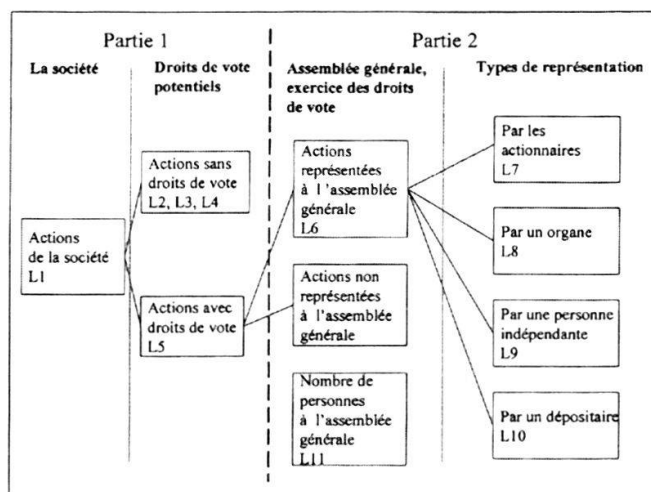
- > La première partie définit le nombre de voix potentielles à l'assemblée générale. Cette partie cherche à indiquer le comportement global par rapport aux droits sociaux attachés aux actions. Un pourcentage important d'actions sans droits de vote indique un désintérêt de la part des actionnaires ou encore une volonté de fermeture de l'entreprise vis-à-vis de nouveaux actionnaires. Ainsi, à partir du nombre total des actions émises par l'entreprise (L1)⁷, les actions dont les droits de vote ne pouvaient être exercés, sont soustraites, tels que les actions propres (L2), les actions nominatives non inscrites (ou actions «dispo») (L3) et les actions sans droit de vote par suite d'une limitation de vote ou d'inscription (L4). Les questions relatives à L3 et L4 étaient facultatives, puisque les entreprises ne sont pas tenues de communiquer ces informations (voir point 4.1). Ces calculs permettent ainsi d'obtenir le nombre total d'actions avec droit de vote pour l'assemblée générale 2002 (L5).
- > La deuxième partie est consacrée aux voix effectivement exercées à l'assemblée générale et au type de représentation de ces droits de vote. A partir du total des voix exercées à l'assemblée générale (L6), la répartition des droits de vote devait être indiquée en fonction du type de représentation, soit directement par les actionnaires (L7), soit

⁶ Ces 96 entreprises font également partie d'un échantillon sur lequel nous avons étudié la transparence des rapports annuels sur une période de 5 ans, de 1997 à 2001.

⁷ Correspond à la ligne L1 du questionnaire se trouvant en annexe et à l'élément L1 du graphique 1.

par les organes⁸ (L8), soit par une personne indépendante de la société (L9) ou encore par un dépositaire⁹ (L10). Toutes ces informations (de L6 à L10) doivent être mentionnées dans le procès-verbal de l'assemblée générale, devant être mis à disposition des actionnaires pour consultation¹⁰.

Une dernière question (L11) portait sur le nombre de personnes exerçant des droits de vote à l'assemblée générale.



Graphique 1. Structure du questionnaire

3.2. Le taux de réponse

Sur les 111 questionnaires envoyés, nous avons reçu 104 questionnaires remplis, soit un taux de réponse de près de 94%. Ce niveau très élevé peut s'expliquer par le suivi effectué au moyen de rappels, mais également par l'obligation légale pour les entreprises de mettre ces informations à disposition de leurs actionnaires, notamment grâce procès-verbaux des assemblées générales.

3.3. Échelonnement des réponses

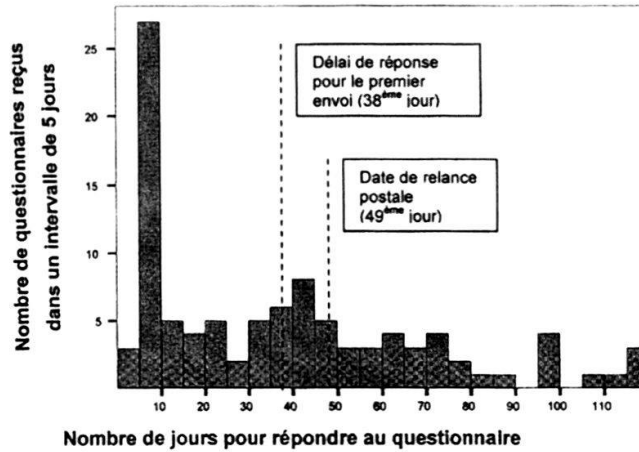
Cette enquête a également permis d'évaluer le comportement des entreprises à l'égard de leurs actionnaires entre les assemblées générales. Cette évaluation peut être obtenue en mesurant le nombre de jours¹¹ nécessaires pour répondre au questionnaire. Le graphique 2. regroupe ces informations.

⁸ Si la société propose aux actionnaires de les faire représenter à une assemblée générale par un membre de ses organes ou par une personne dépendant d'elle, elle doit aussi désigner une personne indépendante que les actionnaires puissent charger de les représenter. (CO art. 689c)

⁹ Sont considérés comme représentants dépositaires les établissements soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne ainsi que les gérants de fortune professionnels. (CO art. 689d al. 3)

¹⁰ CO art. 702 al. 3

¹¹ Date à laquelle nous avons reçu les lettres ou les fax.



Graphique 2. Durée en jours pour répondre au questionnaire

La comparaison du nombre de jours nécessaires pour répondre au questionnaire avec d'autres bases de données sur le comportement des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires donne un résultat surprenant. Plus l'intervalle de temps pour répondre au questionnaire est important, plus le rapport annuel de l'entreprise est transparent¹², particulièrement sur les aspects prévisionnels. Ces résultats sont confirmés avec les indices de transparence et des relations avec les investisseurs du Guide des actions suisses (FuW). Les coefficients de corrélation entre ces différents critères figurent dans le tableau 1.

Tableau 1. Corrélation entre la durée de réponse avec différents indicateurs de la transparence et les relations avec les investisseurs

Corrélation de Spearman	Transparence des rapports annuels	Transparence des aspects comptables	Transparence des aspects prévisionnels	Transparence FuW	Investor Relations FuW
Coefficient de corrélation	.294**	.128	.343**	.198*	.158
Sig. (2-tailed)	.006	.244	.001	.048	.117
N	85	85	85	100	100

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

4. RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE

La présentation des résultats suit tout d'abord la structure du questionnaire illustrée par le graphique 1., puis présente la vérification de certaines hypothèses, telles que l'influence du style d'actions ou encore de la structure de propriété.

4.1. Les voix potentielles à l'assemblée générale (Partie 1 du questionnaire)

Cette première partie du questionnaire doit être abordée avec précaution. Les entreprises n'étaient en effet pas obligatoirement tenues de répondre aux questions sur les actions no-

¹² Les données proviennent d'une étude effectuée par notre équipe de recherche (Gay 2003) sur les 96 entreprises non financières de notre échantillon

minatives non inscrites (L3) et sur les aspects de limitations de votes et d'inscription (L4). Les résultats présentés ci-dessous concernent les 90 entreprises de l'échantillon ayant des actions nominatives. Dans cet ensemble,

- > 70 entreprises ont répondu à la question concernant le nombre d'actions propres détenues. 25 d'entre elles ont indiqué qu'elles n'en possédaient pas et dans les 45 restantes, cette valeur correspond en moyenne à 3% du total des actions nominatives.
- > 55 entreprises ont répondu à la question concernant leur nombre d'actions nominatives non inscrites. Pour 22 d'entre elles, cette valeur est égale à zéro et pour les 33 restantes, ce niveau correspond en moyenne à 22% du total des actions nominatives.
- > 62 entreprises ont répondu à la question concernant le nombre d'actions sans droit de vote dû à une limitation de droit de vote ou d'inscription. 38 d'entre elles ont indiqué qu'elles n'avaient pas de limitation et pour les 24 autres entreprises, ce niveau correspond en moyenne à 10% des actions nominatives.

En faisant l'hypothèse que les entreprises qui n'ont pas répondu aux questions L2 ou L3 ou L4 ont pour ces grandeurs des valeurs égales à zéro, alors le pourcentage d'actions nominatives avec droit de vote correspond à 87% pour les 90 entreprises de l'échantillon ayant des actions nominatives. Cette hypothèse correspond à la situation minimisant le nombre d'actions sans droit de vote.

D'autre part, en considérant cette fois uniquement les 45 entreprises ayant donné au moins une réponse différente de zéro sur une des questions L2, L3 ou L4, la proportion de leurs actions nominatives avec droit de vote correspond en moyenne à 80%. Cette hypothèse se rapproche d'une situation maximisant le nombre d'actions sans droit de vote.

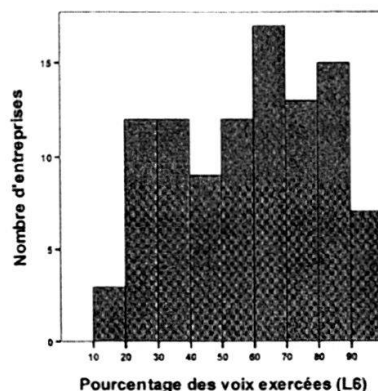
Ces deux hypothèses permettent ainsi de définir un intervalle à l'intérieur duquel doit se situer la proportion réelle des actions nominatives sans droit de vote, soit en moyenne entre 13 et 20 %. Mais il ne s'agit que d'une estimation. Cette valeur est d'ailleurs sujette à de fortes variations en fonction des entreprises, notamment si les actions nominatives sont détenues en mains propres ou si les statuts imposent certaines limitations.

4.2. Exercice et représentation des voix à l'assemblée générale (Partie 2 du questionnaire)

L'ensemble des résultats relatifs à l'exercice des droits de vote est donné dans un tableau récapitulatif à l'annexe III. Les développements qui suivent mettent en valeur les principaux résultats.

4.2.1. Exercice des voix à l'assemblée générale

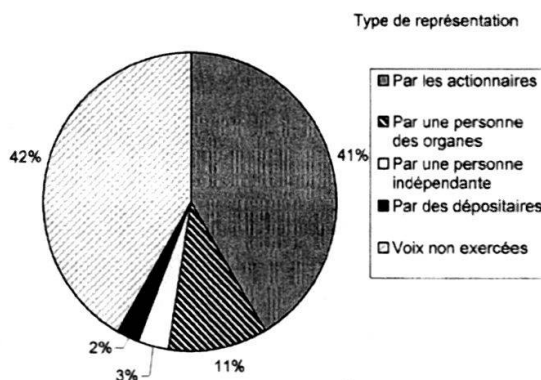
Les résultats de l'enquête indiquent qu'en moyenne 58% des droits de vote sont exercés à l'assemblée générale (L6/L1). La répartition de ces résultats, représentée dans le graphique 3. ci-dessous, montre que selon les entreprises, la proportion des voix exercées est très dispersée. Elle se répartit assez uniformément entre 20% et 90%, avec une fréquence légèrement supérieure entre 60 et 70%.



Graphique 3. Exercice des voix à l'assemblée générale

4.2.2. Représentation des voix à l'assemblée générale

Sur les 58% des droits de vote globaux représentés à l'assemblée générale, environ 41% des voix globales sont exercées par des actionnaires (L7), 11% par un membre des organes de la société (L8), 3% par une personne indépendante de la société (L9) et 2% par des dépositaires (L10), (Voir graphique 4 ci-dessous).

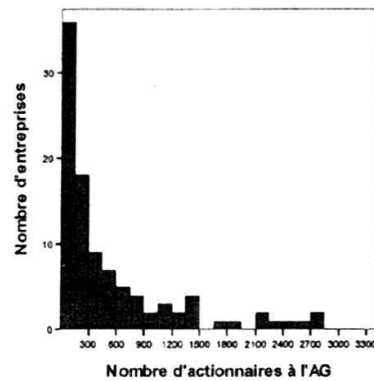


Graphique 4 Exercice et type de représentation des voix à l'assemblée générale

Ainsi en fonction des voix exercées, les pouvoirs sont répartis de la manière suivante lors des assemblées générales: 71% actionnaires, 19% organe, 6% personne indépendante et 4% dépositaires.

4.2.3. Nombres de personnes à l'assemblée générale

L'importance des assemblées générales évaluée par le nombre de personnes présentes varie fortement entre les entreprises. Pour l'échantillon, le nombre de participants varie entre 14 et 3'412 personnes. Le graphique 5. indique cette répartition.



Graphique 5. Répartition du nombre de personnes présentes à l'assemblée générale

4.3. Influence des caractéristiques des entreprises sur l'assemblée générale

La richesse des informations recueillies par l'enquête a permis de tester différentes hypothèses sur les assemblées générales en Suisse, dont les deux principaux résultats sont présentés ci-dessous.

4.3.1. L'existence de différents types d'actions

L'existence de plusieurs types d'actions dans une société, notamment avec des valeurs nominales différentes, permet aux actionnaires fondateurs de conserver le pouvoir au sein de l'entreprise avec un capital moindre¹³. Cette situation devrait logiquement se refléter sur le taux de participation aux assemblées générale.

Pour tester cette hypothèse, les entreprises ont été classées selon trois catégories: 1. Un seul type d'actions, 2. Plusieurs types d'actions (au porteur et nominatives), 3. Cumul d'actions et de bons de participation ou de jouissance.

Ce classement permet de mettre en évidence un taux d'exercice des voix plus important dans les entreprises ayant plusieurs types d'actions, 76% des voix contre 52% pour les entreprises avec un seul type d'action. Cette différence provient principalement d'un exercice plus important des voix directement par les actionnaires. La catégorie 3 qui comprend les entreprises ayant des bons de participation ou de jouissance, se caractérise par un niveau de représentation important par des dépositaires. Mais cette catégorie ne comprend que 8 entreprises ayant par ailleurs de fortes disparités entre elles. Ces différents résultats sont indiqués dans le tableau 2. ci-dessous.

Tableau 2. Exercice des voix en fonction des types d'actions des entreprises

	Nombre d'entreprises par catégorie	Voix exercées à l'AG en %	Type de représentation en % des voix exercées			
			Par les actionnaires	Par une personne des organes	Par une personne indépendante	Par des dépositaires
1. Un type d'actions	72	52	68	20	8	3
2. Plusieurs types d'actions	21	76	78	17	2	3
3. Cumul actions et bons	8	72	68	20	11	11
Moyenne globale	101	58	71	19	6	4

¹³ Bebchuk 1999

Pour évaluer de manière plus précise ce cumul de différents types d'actions, les niveaux d'exercice des actions au porteur et des actions nominatives ont été comparés pour les 21 entreprises de la catégorie 2.. Les résultats sont présentés ci-dessous et font référence au tableau 3:

- > 41% des voix des actions au porteur, contre 96% des voix des actions nominatives, sont exercées lors de l'assemblée générale.
- > Les actions au porteur exercées correspondent à 16% des voix totales des sociétés, mais à 27% de la somme des valeurs nominales des actions. Alors que les voix des actions nominatives exercées correspondent à 60% des voix totales, mais uniquement à 30% du capital.
- > Les actions au porteur sont exercées à 58% par les actionnaires, 19% par une personne des organes, 10% par une personne indépendante de la société et 13% par des dépositaires. Au contraire, les actions nominatives sont exercées à 83% par les actionnaires, 17% par la personne des organes. La représentation par la personne indépendante et les dépositaires sont alors inférieurs à 0.5%.

Tableau 3. Exercice des voix en fonction du type d'action dans les entreprises ayant plusieurs types d'actions

	Voix exercées à l'AG en %		Pourcentage du capital total correspondant aux voix exercées	Type de représentation en % des voix exercées			
	Par rapport au même type d'action	Par rapport à l'ensemble des droits de vote		Par les actionnaires	Par une personne des organes	Par une personne indépendante	Par des dépositaires
1. Niveau d'exercice des actions au porteur	41	16	27	58	19	10	13
2. Niveau d'exercice des actions nominatives	96	60	30	83	17	0	0

Lors de la présence simultanée d'actions nominatives et au porteur, les actions nominatives ont en moyenne une valeur nominale 3 fois inférieure à celle des actions au porteur. Cette situation crée un déséquilibre important au niveau du rapport entre le capital et le pouvoir. Cette méthode permet aux actionnaires principaux de dominer les assemblées générales, sans pour autant détenir la majorité du capital. Par ailleurs, un autre moyen appliqué par 40% des entreprises, est l'emploi de limitations de droit de vote touchant principalement les nouveaux actionnaires.

4.3.2. La présence d'actionnaires importants

La présence d'actionnaires importants dans une société devrait également se refléter dans le taux de participation globale à l'assemblée générale. En effet, un actionnaire ayant investi un montant important dans une société donne vraisemblablement une plus grande valeur à l'exercice de ses droits de vote et au pouvoir qu'ils représentent¹⁴.

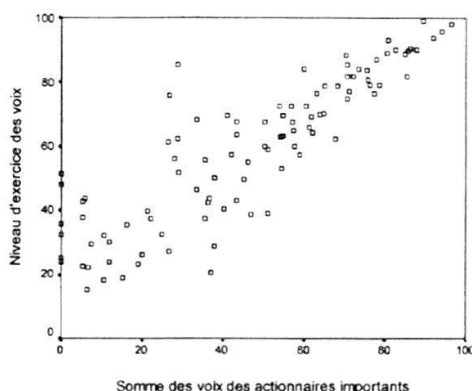
Pour pouvoir tester cette hypothèse, la présence d'actionnaires importants a été estimée par la somme des droits de vote de tous les actionnaires détenant plus de 5% de droits de vote par société¹⁵.

¹⁴ Bancel 1997

¹⁵ Article 20 de la loi sur les bourses et les valeurs mobilières

Le calcul de corrélation de Spearman entre cette somme et le niveau d'exercice à l'assemblée générale confirme très nettement l'hypothèse avec un indice de corrélation de 0.866 significatif à 0.01 %. La représentation du lien entre ces variables est donnée par le graphique 6. ci-dessous.

Ce niveau de corrélation dépend également du cumul de types d'actions. Dans les entreprises avec plusieurs types d'actions, ce niveau de corrélation est égal à 0.971, contre 0.781 pour les entreprises avec un seul type d'actions.



Graphique 6. Liens entre la présence de gros actionnaires et le niveau d'exercice des voix par entreprise

5. CONCLUSIONS

5.1. Approche et résultats

Le but de cette recherche était de mesurer le niveau d'exercice des droits de vote à l'assemblée générale des actionnaires 2002. Cette enquête a été effectuée par l'envoi de questionnaires à 111 entreprises cotées à la Bourse suisse. Le taux de réponse a été exceptionnellement élevé, approchant les 94%. Cette démarche a permis de constituer, à notre connaissance, une base de données inédite en Suisse.

Cette étude indique qu'en moyenne moins de 60% des droits de vote totaux sont exercés aux assemblées générales et sont exercés selon la répartition suivante: 71% directement par les actionnaires, 19% par une personne des organes de la société, 6% par une personne indépendante de la société et uniquement 4% par les dépositaires.

Le taux d'exercice varie fortement lors de cumuls de différents types d'actions. Il passe ainsi de 52% en moyenne pour les entreprises avec un seul type d'action, à 76% lorsque le capital de l'entreprise est constitué de plusieurs types d'actions. Cette augmentation provient principalement d'un taux d'exercice des actions nominatives de près de 96%. L'importance de ce taux est due à la présence d'actions nominatives détenues en mains propres ou en presque totalité par l'actionnaire principal.

Un autre résultat frappant est le niveau de corrélation extrêmement élevé entre le niveau d'exercice global des voix et les droits de vote détenus par les actionnaires importants. Ce résultat confirme leur domination des assemblées générales. Ce pouvoir résulte donc non seulement de leurs proportions de voix importantes, mais également d'un taux élevé d'absentéisme des petits actionnaires.

Ainsi un niveau de participation important aux assemblées générales n'est pas synonyme d'une implication importante de la part de l'ensemble des actionnaires, mais reflète simplement la présence d'actionnaires importants et des différents moyens mis en œuvre pour assurer leur pouvoir.

5.2. Limites

Concernant les limites à considérer dans l'interprétation des résultats de cette enquête, il faut mentionner que l'enquête ne porte que sur les assemblées générales 2002. Il est donc très difficile d'évaluer l'influence de certains facteurs ayant des effets ponctuels sur le taux de participation. Cependant sur le plan méthodologique, divers travaux sont en cours pour approfondir par analyse statistique le rôle de différents facteurs dégagés par cette enquête. Il faut également rappeler les réserves mentionnées au point 4.1 concernant l'interprétation de certaines questions pour lesquelles la loi n'impose pas à l'entreprise l'obligation de divulguer les informations (actions non inscrites ou n'ayant pas de droit de vote en raison de certaines limitations).

5.3. Perspectives

Les résultats de notre étude suggèrent de se préoccuper de la protection des intérêts des petits actionnaires. Ils n'ont en effet qu'un pouvoir très faible lors des assemblées générales. Même en groupant leurs voix, ils ne pourraient que très rarement lutter contre la volonté des gros actionnaires.

Le débat sur la gouvernance d'entreprise en Suisse espère améliorer cette situation. Il sera donc très intéressant d'observer son impact sur les assemblées générales des années futures.

Annexe I Le questionnaire

Université de Fribourg - Séminaire de gestion financière
Prof. Dr. Max Boemle Prof. Dr. Jacques Pasquier-Dorthe

Enquête sur la représentation
à l'assemblée générale 2002

Nom de la société :

Adresse de la personne de contact :

.....

Téléphone : Fax :

E-mail :

Le questionnaire est à retourner jusqu'au 10 janvier 2003 à l'adresse suivante :

Université de Fribourg
Séminaire de gestion financière
Prof. Dr. Jacques Pasquier-Dorthe
Av. de l'Europe 20
1700 Fribourg

Personne de contact : Florent Ledentu
Tél. : 026/300.82.48 Fax : 026/300.97.92
E-mail : florent.ledentu@unifr.ch

Nom de la société :

1. Structure des droits de vote de la société à la date de l'assemblée générale 2002

	Actions au porteur	Actions nominatives		Total	
		À fr.	À fr.		
Nombre total de voix					L1
Nombre de voix des actions propres					L2
Nombre de voix des actions dispo (non inscrites)					L3 ^a
Nombre d'actions sans droit de vote dû à des limitations de vote ou d'inscription					L4 ^a
Nombre de voix maximal possible lors de l'assemblée générale					L5 ^b

^a L3 et L4 selon les informations disponibles

^b L5 = L1 - L2 - L3 - L4

2. Structure des droits de vote effectivement présents ou représentés à l'assemblée générale 2002

	Actions au porteur	Actions nominatives		Total	
		À fr.	À fr.		
Total des voix représentées à l'assemblée générale					L6 ^c
Nombre de droits de vote représentés directement par les actionnaires					L7
Nombre de voix représentées par les organes (CO 689 c)					L8
Nombre de voix représentées par une personne indép. de la société (CO 689 c)					L9
Nombre de voix représentées par un dépositaire (CO 689 d)					L10
Nombre des actionnaires présents à l'assemblée générale					L11

^c L6 = L7 + L8 + L9 + L10

Annexe II La liste des entreprises

1	Accu Holding SA	38	Sources Minérales Henniez SA	75	Schweiter Technologies AG
2	Adecco SA Holding	39	Hero	76	Serono SA
3	Affichage Holding	40	Holcim Ltd	77	SEZ Holding SA
4	Agefi Groupe SA	41	Huber + Suhner SA	78	SGS Holding SA
5	Agie Charmilles Holding SA	42	Interroll Holding SA	79	SIG Holding SA
6	Lonza Group SA	43	Intershop Holding SA	80	Sihl
7	Ascom Holding SA	44	IVF Hartmann SA	81	Sika AG
8	Askliä Holding AG	45	Jelmoli Holding SA	82	Starrag-Heckert Holding AG
9	Aar et Tessin SA	46	Kaba Holding AG	83	Sulzer SA
10	Bachem AG	47	Kardex Remstar International Gruppe	84	the Swatch Group Ltd.
11	Baumgartner Papiers Holding SA	48	Kornax Holding AG	85	Swisscom SA
12	Belimo Holding AG	49	Kühne & Nagel International AG	86	Swisslog Holding AG
13	Bell Holding SA	50	Kuoni Voyage Holding SA	87	UMS Holding SA
14	Bobst Group SA	51	Lechanché SA	88	Tecan Group Ltd.
15	Bossard Holding SA	52	Lindt & Sprüngli SA	89	Valora Holding SA
16	Bucher Industries SA	53	Logitech International SA	90	Vetropack Holding SA
17	Calida Holding SA	54	Maag Holding SA	91	Villars Holding SA
18	Canon SA	55	METALL ZUG AG	92	Von Roll Holding SA
19	Ciba Spécialités Chimiques SA	56	CFM	93	WMH Holding SA
20	CKW	57	Mikron Holding AG	94	Zehnder Group SA
21	Clariant SA	58	Mövenpick Holding	95	Zellweger Luwa SA
22	COS Computer Systems AG	59	Motor-Colombus SA	96	Zschokke Holding Sa
23	Swiss International Air Lines Ltd.	60	Nestlé SA	97	UBS SA
24	Dätwyler Holding SA	61	Novartis AG	98	Crédit Suisse Group
25	Disetronic Holding SA	62	Orell Füssli Holding AG	99	Banque Cantonale Bernoise
26	Edipresse SA	63	Pelikan Holding SA	100	Valiant Holding
27	Eichhof Holding SA	64	Phoenix Mecano SA	101	BCV
28	Ems-Chemie Holding AG	65	Phonak Holding SA	102	Banque Cantonale de St-Gall
29	Escor Casinos & Entertainment SA	66	Publigroupe SA	103	Luzerner Kantonalbank
30	Esec Holding SA	67	Compagnie Financière Richemont SA	104	Vontobel Holding AG
31	REG AG	68	Rieter Holding SA	105	Bank Linth
32	Georg Fischer SA	69	Roche Holding SA	106	Julius Baer Holding AG
33	Forbo Holding SA	70	Saia-Burgess Electronics Holding AG	107	Rentenanstalt/Swisslife
34	Galenica SA	71	Sarna Plastiques Holding SA	108	Zurich Financial Services Group
35	Carlo Gavazzi AG	72	Scana Holding AG	109	Compagnie Suisse de Réassurances
36	Golay Buchel Holding SA	73	Schindler Holding AG	110	Bâloise-Holding AG
37	Gurit-Heberlein AG	74	Schlatter Holding SA	111	Compagnie d'assurances Nationale Suisse

Annexe III Le tableau récapitulatif des résultats de l'enquête

Parties	Aspects	Critères selon la structure des actions des sociétés	Nombre	Moyenne des	Voix exercées	C3	Voix exercées	C5	Voix exercées	C7	Voix exercées	C9
			d'entreprises	voix exercées en %	par les actionnaires en %	en % de C2	par les organes en %	en % de C2	par un indépendant en %	en % de C2	par un dépositaire en %	en % de C2
			C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C8	C9	C10
I. Exercice des voix a l'AG	A. Exercice des voix par rapport aux voix globales	1. Au niveau global	101	58	41	71	11	19	3	6	2	4
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	72	52	35	68	10	20	4	8	2	3
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	76	59	78	13	17	2	2	2	3
		4. Entreprises avec des actions et des bons	8	72	49	68	15	20	1	1	8	11
	B. Capital correspondant aux voix exercées	1. Au niveau global	101	54	37	68	11	20	4	7	3	5
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	72	52	35	68	10	20	4	8	2	3
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	57	40	70	10	18	3	5	4	7
		4. Entreprises avec des actions et des bons	8	68	45	66	14	21	1	1	8	12
II. Exercice des voix des actions au porteur	A. Exercice des voix par rapport aux voix globales	1. Au niveau global	35	28	17	61	3	12	3	11	5	17
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	9	52	36	70	1	1	8	16	7	13
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	16	10	64	2	14	1	9	2	13
		4. Entreprises avec des actions et des bons	5	36	11	31	12	34	1	2	13	34
	B. Capital correspondant aux voix exercées	1. Au niveau global	35	35	21	60	4	12	4	11	6	17
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	9	52	36	70	1	1	8	16	7	13
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	27	16	60	4	15	3	10	4	15
		4. Entreprises avec des actions et des bons	5	43	17	39	13	29	1	2	13	30
	C. Exercice des voix par rapport aux actions au porteur	1. Au niveau global	35	46	27	60	7	15	5	10	7	15
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	9	52	36	70	1	1	8	16	7	13
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	41	24	58	8	19	4	10	5	13
		4. Entreprises avec des actions et des bons	5	55	27	50	13	24	1	2	14	25
III. Exercice des voix des actions nominatives	A. Exercice des voix par rapport aux voix globales	1. Au niveau global	90	55	40	73	11	21	3	5	1	1
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	63	52	35	68	12	23	4	7	1	2
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	60	49	81	11	18	0	0	0	0
		4. Entreprises avec des actions et des bons	6	66	56	85	9	14	0	0	0	1
	B. Capital correspondant aux voix exercées	1. Au niveau global	90	47	33	71	10	22	3	6	1	2
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	63	52	35	68	12	23	4	7	1	2
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	30	24	79	6	21	0	0	0	0
		4. Entreprises avec des actions et des bons	6	55	46	83	8	15	0	1	0	1
	C. Exercice des voix par rapport aux actions nominatives	1. Au niveau global	90	64	48	75	13	20	3	4	1	1
		2. Entreprise avec 1 seul type d'actions	63	52	35	68	12	23	4	7	1	2
		3. Entreprises avec 2 types d'actions	21	96	79	83	16	17	0	0	0	0
		4. Entreprises avec des actions et des bons	6	86	76	88	10	11	0	0	0	0

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

BANCEL F., *La gouvernance des entreprises*, Economica, 1997.

BEBCHUK L., KRAAKMAN R. and TRIANTIS G., Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights, *working paper 6951*, NBER, 1999.

Bourse suisse, *Annexe 5 de la consultation de la Directive concernant les informations relatives au Corporate Governance*, 2001.

Bourse suisse, *Directive concernant les informations relatives au Corporate Governance*, 2002.

Economiesuisse, *Code de bonne pratique en matière de gouvernance d'entreprise (CSBP)*, 2002.

Ethos, *Lignes directrices de vote*, <http://www.ethosfund.ch/ethos/fr/ag.html>.

Finanz und Wirtschaft, *Guide des actions suisses 2002/2003*, Verlag Finanz und Wirtschaft, 2002.

GAY S., *Information, performance et gouvernement d'entreprise, Le cas suisse*, non publié, 2003.

HOFSTETTER K., *Le gouvernement d'entreprise en Suisse, Rapport final du groupe d'experts sur le gouvernement d'entreprise*, 2002.

PEYRELEVADE J., *Le gouvernement d'entreprise ou Les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica, 1999.

