

L'ACTIONNAIRE

17^e édition – 2020

CETTE REVUE A ÉTÉ ÉDITÉE EN COLLABORATION
AVEC LE CABINET D'AVOCATS

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP

PRÉSENTATION DE L'ASSOCIATION DROIT & AFFAIRES

L'Association Droit & Affaires (AD&A) répond au désir ressenti chez de nombreux praticiens, non seulement de partager leur expérience mais également de tisser des liens durables avec les Universités et leurs étudiants. Soucieuse de favoriser de tels échanges, l'association a ainsi défini un programme ambitieux et diversifié destiné à renforcer un véritable climat de collaboration entre les différents protagonistes du monde des affaires.

L'idée d'une association indépendante regroupant des étudiants issus de diverses formations composant le droit des affaires, est apparue comme une manière innovante et efficace de rapprocher les étudiants, praticiens et universitaires.

Bien qu'elle revendique un attachement particulier à l'université Paris II Panthéon-Assas, l'AD&A n'est pas destinée à promouvoir une formation spécifique à l'instar des nombreuses associations d'étudiants affectées à une formation de troisième cycle. Elle regroupe des étudiants aux profils variés (DJCE, Master 2 Professionnel, Master 2 Recherche, Sciences Po, écoles de commerce, etc.) désireux d'acquérir une connaissance approfondie de la pratique du droit des affaires. Leur objectif commun est de choisir de manière éclairée leurs orientations professionnelle et universitaire.

L'AD&A a donc l'ambition de s'imposer comme une plateforme d'échanges privilégiés entre les étudiants et les praticiens. Afin de réaliser cet ambitieux mais réaliste projet, notre association a besoin de l'engagement ainsi que de la motivation de tous les acteurs concernés.

Dans cet objectif, l'association a noué des partenariats avec de grands cabinets d'affaires de la place de Paris et un éditeur de renom :

- Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP ;
- Freshfields Bruckhaus Deringer LLP ;
- Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP ;
- Weil, Gotshal & Manges LLP ; et
- LexisNexis.

L'association s'articule autour de quatre pôles, que sont :

LE PÔLE REVUE :

La Revue Droit & Affaires (RD&A) permet d'associer les étudiants à des professionnels, universitaires ou praticiens, afin de réfléchir sur des problématiques touchant à la pratique des affaires.

Réalisée sous la supervision d'un Comité scientifique qui arrête au début de chaque année les thèmes principaux, la Revue est destinée à recueillir les travaux d'universitaires, de praticiens et d'étudiants encadrés par ces derniers. La vocation de la RD&A est de permettre aux étudiants de développer leur aptitude au raisonnement juridique et de faciliter leurs recherches sur des problématiques complexes, en bénéficiant de la supervision d'un universitaire ou d'un praticien.

Elle constitue aujourd'hui un vrai outil d'information pour les professionnels désireux d'approfondir leurs connaissances sur une thématique juridique intéressant la pratique du monde des affaires.

La Revue est adressée à tous les grands cabinets d'avocats d'affaires de la place de Paris, aux plus hautes juridictions et institutions publiques françaises, au service juridique des grandes entreprises et des banques, à toutes les facultés de droit françaises ainsi qu'à de nombreuses Universités tant européennes qu'internationales (Harvard, Columbia, New York University, Oxford, Cambridge, London School of Economics, King's College London, université de Pékin, université de Tokyo, etc.).

LE PÔLE COLLOQUE :

L'AD&A organise chaque année, dans un lieu prestigieux (Sénat, Panthéon...), un Colloque sur une problématique juridique d'actualité.

Réunissant des acteurs du monde des affaires issus de différents horizons, ce Colloque, organisé sous l'égide d'universitaires et de professionnels faisant autorité en la matière, constitue un lieu d'échanges privilégiés entre professeurs, praticiens et étudiants.

Validé dans le cadre de la formation continue des avocats, cet événement vise à promouvoir les liens entre la théorie universitaire et la pratique.

LE PÔLE ATELIERS :

Encourager les rencontres entre acteurs du droit expérimentés et étudiants, telle est la vocation des Ateliers organisés par l'AD&A.

Prenant la forme d'un exposé suivi d'un débat et d'un cocktail, ces Ateliers permettent aux étudiants de bénéficier du regard de professionnels sur des thèmes juridiques très variés : opérations spécifiques, points d'actualité ou affaires marquantes. Ils apportent également des conseils pratiques sur divers sujets, notamment pour leurs candidatures en LL.M. et la préparation de leur lettre de motivation et CV.

Ils permettent également aux avocats de nos cabinets partenaires de rencontrer des étudiants motivés, curieux, issus de différentes formations composant le droit des affaires afin de présenter la structure, les exigences de recrutement ainsi que l'esprit de leur cabinet.

LE PÔLE RELATIONS PUBLIQUES :

L'AD&A organise des petits déjeuners au sein des cabinets d'avocats partenaires. Véritable lien entre le praticien et l'étudiant, ce rendez-vous très attendu des membres de l'AD&A offre à ces derniers un lien privilégié avec des avocats qui peuvent présenter leur structure et transmettre leur expérience.

Ce lien est également développé au cours de nos *after work*, auxquels nous convions de jeunes collaborateurs de nos cabinets partenaires, qui peuvent ainsi transmettre leur découverte du monde professionnel aux membres de l'AD&A.

POUR TOUTE INFORMATION :

Site internet : www.association-droit-et-affaires.fr

Contact : adeaffaires@gmail.com

THE BUSINESS & LAW ASSOCIATION

The Business & Law Association meets the wish of many lawyers to share their experience and to build successful and long-term relationships with Law Schools and students. In consideration of its desire to strengthen such relationships, the Business & Law Association has striven to set up a diversified and ambitious program of activities designed to promote collaboration between the different actors of both legal and business worlds.

The creation of an independent student association that gathers students with various business law backgrounds appeared to be an innovative and efficient way to build relationships between students, lawyers, and scholars.

Even though the Business & Law Association is affiliated to the University Paris II Panthéon-Assas, it is not intended to represent and promote a distinct law school program, degree or curriculum, as it is customarily the case in French Universities. It gathers students from various profiles (Masters of Laws, PhDs in Law, Business School Degrees, Political Science and Government Studies, etc.) whose desire is to deepen their training in the practice of business law. Their common objective is to define wisely their academic curriculum and vocational guidance.

The Business & Law Association aims at becoming a significant platform for top-tier exchanges between students and lawyers. To achieve this challenging but realistic project, our association requires commitment as well as motivation from all concerned actors.

For that purpose, the Business & Law Association has built rewarding partnerships with four prominent international law firms as well as a distinguished professional legal publisher:

- Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP;
- Freshfields Bruckhaus Deringer LLP;
- Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP;
- Weil, Gotshal & Manges LLP; and
- LexisNexis.

The association is divided into four different committees:

THE BUSINESS & LAW REVIEW COMMITTEE:

The Business & Law Review gathers students and professionals, scholars and lawyers, in order to focus on topical business law matters. Its annual publication holds the pivotal role of the Business & Law Association alongside other core activities (conferences, an annual symposium and workshops for law students).

Today at its 13th edition, the Business & Law Review has become a reference in the landscape of French law journals, as numerous scholars and lawyers contribute each year to its content.

It is published under the supervision of a Scientific Committee, acting as a sovereign entity in charge of reviewing proposed contributions and deciding of their publication. The Scientific Committee is composed of prominent scholars, high-profile business lawyers, as well as former students with outstanding academic profiles.

As a proof of the high quality of its contributions, more than 1,800 copies of the Business & Law Review are addressed every year to all the most prominent business law firms in Paris, all French Law Schools, the highest French courts, tribunals and public institutions (Conseil Constitutionnel, Conseil d'État, Élysée, Matignon, French Ministry of Justice, etc.), legal departments of the largest French corporations and banks, French regulatory authorities (AMF, ACPR, Autorité de la concurrence, etc.), a significant number of French professional associations (ANSA, IFA, CNCC, etc.), and an ever-increasing number of international universities (Harvard Law School, Yale Law School, Columbia Law School, Georgetown University Law Center, New York University Law School, Oxford, Cambridge, London School of Economics, King's College London, Tokyo University, Peking University, etc.).

THE SYMPOSIUM COMMITTEE:

The Business & Law Association holds every year a Symposium in a prestigious venue. It has taken place at the French Senate for the past three years. The proceedings of the Symposium are traditionally published in the second chapter of the Business & Law Review.

The Symposium gathers actors of the business world from a variety of backgrounds, and fosters exchanges between respected scholars, high profile lawyers and students. It therefore aims at expanding and strengthening the ties between both academic and professional spheres.

THE CONFERENCES COMMITTEE:

The ambition of the Conferences designed by the Business & Law Association is to let business law students meet with renowned lawyers.

Through the presentation of a business lawyer's daily activity, the organization of a Q&A session between attorneys and students—usually followed by a cocktail reception—those monthly meetings allow students to benefit from the expertise of experienced business lawyers on a variety of topics: specific financial operations, topical business law matters or sensitive law cases.

Those Conferences are also academically oriented, with tailored interventions on LL.M. applications, French Masters' applications, CVs and personal statements review, etc. To that particular extent, some Conferences act as a free, wide-ranging and accessible career service.

The Conferences also give an opportunity to collaborating law firms to meet motivated students with a broad spectrum of academic backgrounds, in order to introduce their structure, their hiring process and the work atmosphere of their firm.

THE PUBLIC RELATIONS COMMITTEE:

The Business & Law Association stages breakfasts in the premises of collaborating law firms.

Students highly appreciate those meetings, which contribute to establishing a genuine and privileged relationship with lawyers and other legal professionals. The latter find it equally rewarding as it provides them with an extra opportunity to set their firm forth and convey their knowledge and experience.

This relationship is further strengthened through the organization of after work parties to which junior associates from collaborating law firms are invited, along with members of the Business & Law Association.

FURTHER INFORMATION:

Website: www.association-droit-et-affaires.fr

Contact: adeaffaires@gmail.com

ÉQUIPE AD&A

BUREAU EXÉCUTIF

PRÉSIDENT

SÉBASTIEN CACIANO

Élève-avocat

Master 2 Droit Bancaire et Financier – Université Paris II Panthéon-Assas

Master 2 Droit des Affaires – Université Paris II Panthéon-Assas

SECRÉTAIRE GÉNÉRAL

LAURE ASSELIN

Master 2 Droit Bancaire et Financier – Université Paris II Panthéon-Assas

Master 2 Droit des Affaires – Université Paris II Panthéon-Assas

TRÉSORIER

YANIS DEKKICHE

Doctorant – Université Paris II Panthéon-Assas

Master 2 Droit International Public – Université Paris II Panthéon-Assas

* * *

PÔLE REVUE

RÉDACTRICE EN CHEF

MÉLINDA BENHAIEM

Doctorante contractuelle – Université Paris II Panthéon-Assas

Master 2 Droit Privé Général – Université Paris II Panthéon-Assas

Master 2 Droit des Affaires – Université Paris-Dauphine PSL

RÉDACTRICE EN CHEF ADJOINT

SABRINA AJILI

Master 2 Propriété Industrielle – Université Paris II Panthéon-Assas

RÉDACTEURS

VILDANE AKINCI

Master 2 Droit des Affaires – Université Paris II Panthéon-Assas

GRÉGOIRE FAREZ

Master 2 Droit des Affaires – Université Paris II Panthéon-Assas

BILEL MILED

Élève-avocat

Master 2 Droit Bancaire et Financier – Université Paris II Panthéon-Assas

Magistère Juriste d'Affaires DJCE – Université Paris II Panthéon-Assas

EMIE PAGANON

Master 2 Propriété Industrielle – Université Paris II Panthéon-Assas

OCÉANE SAVARY

Master 2 Fiscalité Internationale – Université Paris II Panthéon-Assas

COMITÉ SCIENTIFIQUE*

PRÉSIDENT

LOUIS VOGEL

Professeur Agrégé de Droit Privé, Université Paris II Panthéon-Assas

VICE-PRÉSIDENT

FABRICE BAUMGARTNER

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Avocat aux Barreaux de Paris et de New York

Diplômé de l'Université Paris II Panthéon-Assas et de l'Université Paris-Dauphine

LL.M. – University of Chicago Law School

MEMBRE D'HONNEUR

PATRICK DIBOUT

Professeur Agrégé de Droit Public, Université Paris II Panthéon-Assas

Directeur Scientifique du Centre d'Études de la Fiscalité des entreprises (CEFEP)

Directeur du Master 2 Fiscalité Internationale

* *par ordre alphabétique*

COLLÈGE PROFESSORAL

GEORGES AFFAKI

*Professeur Associé, Université Paris II Panthéon-Assas
Président de la Commission bancaire de la Chambre de commerce internationale
Avocat à la Cour*

BERNARD AUDIT

Professeur Émérite de l'Université Paris II Panthéon-Assas

GAUTHIER BLANLUET

*Professeur Agrégé des Facultés de Droit, Université Paris II Panthéon-Assas
Représentant français du comité scientifique de l'International Fiscal Association
Membre de la commission internationale de l'Institut des Avocats et Conseils Fiscaux
Membre de l'Association Henri Capitant
Directeur de la commission fiscalité du Club des Juristes
Directeur du Master 2 Droit fiscal*

THIERRY BONNEAU

*Professeur Agrégé des Facultés de Droit, Université Paris II Panthéon-Assas
Directeur de l'École doctorale de Droit privé
Directeur du Master 2 Droit bancaire et financier
Directeur du Certificat Droit bancaire et financier*

BRUNO DEFFAINS

*Membre de l'Institut universitaire de France
Professeur Agrégé de Sciences Économiques, Université Paris II Panthéon-Assas
Directeur du Centre de Recherche en Économie et Droit*

FRANÇOIS-XAVIER LUCAS

*Professeur à l'École de droit de la Sorbonne
Directeur de l'Institut d'Études Judiciaires de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne*

ALAIN PIÉTRANCOSTA

*Professeur Agrégé des Facultés de Droit
Professeur à l'École de Droit de la Sorbonne, Université Paris I Panthéon-Sorbonne
Directeur du Master 2 Recherche Droit Financier
Fondateur et Directeur de la Revue Trimestrielle de Droit Financier
Membre du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris*

STÉPHANE TORCK

Professeur Agrégé de Droit Privé, Université Paris II Panthéon-Assas

Directeur du Master 2 Droit des Affaires et Fiscalité

Directeur de l'Institut Droit des Affaires

Membre du Conseil scientifique de l'Association Européenne de droit bancaire et financier

Membre du Comité scientifique de l'Institut Européen des fusions-acquisitions

COLLÈGE PROFESSIONNEL

ARASH ATTAR-REZVANI

Avocat Associé, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

Avocat aux Barreaux de Paris et de New York

Diplômé de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Magister Juris – Oxford University

LL.M. – Columbia Law School

STÉPHANIE CORBIÈRE

Avocat Associé, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP

Avocat au Barreau de Paris

Diplômée de l'Université Paris II Panthéon-Assas et de l'EDHEC Business School

ROMAIN FERLA

Avocat Associé, Weil, Gotshal & Manges LLP

Avocat au Barreau de Paris

Diplômé de l'Université Paris II Panthéon-Assas, Paris X Nanterre

et de Sciences Po Paris

LL.M. – London School of Economics

COLLÈGE ADMINISTRATEUR

CÉDRIC SINARINZI

Legal Counsel

Natixis Investment Managers International (Global Capital Markets and Private Debt)

Diplômé du Master 2 Recherche Droit des Affaires, Université Paris II Panthéon-Assas

Diplômé d'HEC Paris (Grande École)

SINDY CAMÜ

Avocat à la Cour, Quinn Emanuel Urquhart & Sullivan LLP

Diplômée du Master 2 de Droit Privé Général, Université Paris II Panthéon-Assas

Diplômée du Master Finance & Stratégie, Sciences Po Paris

ROMAIN DAMBRE

Avocat Associé, Kirkland & Ellis LLP

Avocat au Barreau de New-York

Docteur en droit, Université Paris I Panthéon-Sorbonne

LL.M. – Yale Law School

Diplômé d'HEC Paris et de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne

NUNO MIGUEL GOMES

Juge de l'Application des peines, Tribunal judiciaire de Sens

Diplômé de l'Université Paris II Panthéon-Assas et de Sciences Po Paris

Visiting Scholar, Columbia Law School

CHARTRE DU COMITÉ SCIENTIFIQUE REVUE DROIT & AFFAIRES

La présente charte définit les modalités d'organisation et de fonctionnement du Comité scientifique de la Revue Droit & Affaires (RD&A).

Article préliminaire – L'adoption de la Charte du Comité scientifique

La Charte du Comité scientifique a été adoptée par le Comité scientifique le 28 mars 2012 et approuvée par le Conseil d'administration le 30 mars 2012.

Celle-ci a été amendée par le Conseil d'administration le 23 mars 2014 après vote du Comité scientifique du 6 novembre 2013.

I. COMPOSITION DU COMITÉ SCIENTIFIQUE

Article 1^{er} – Le Comité scientifique

1.1 Les membres du Comité scientifique

Le Comité scientifique est composé de 6 à 33 membres.

Il se divise en quatre collèges :

- un collège professoral ;
- un collège professionnel ;
- un collège des administrateurs de l'AD&A ; et
- un collège étudiant.

Le Comité scientifique élit un Président et un Vice-Président parmi ses membres, conformément aux dispositions de l'article 2.2 de la présente charte.

1.2 Les personnes assistant aux réunions du Comité scientifique

Il est désigné un directeur de publication de la RD&A conformément aux dispositions de l'article 2.1 de la présente charte. Le directeur de publication assiste aux réunions du Comité scientifique et participe aux débats.

Le rédacteur en chef de la RD&A assiste aux réunions du Comité scientifique et participe aux débats.

Article 2 – Les conditions de nomination

2.1 Les conditions de fond

Le collège professoral est composé de professeurs d'Université. Ils sont majoritaires au sein du Comité scientifique.

Le collège professionnel est composé de praticiens du droit issus des partenaires de l'Association Droit & Affaires (AD&A). Il comprend 2 à 6 membres.

Le collège des administrateurs de l'AD&A est composé de membres fondateurs et/ou anciens responsables de l'association ayant ainsi contribué, par leurs actions et leur engagement en tant qu'administrateurs, à l'essor, au rayonnement et à la pérennité de l'AD&A. Afin de devenir membre de ce collège, il faut donc répondre aux conditions précédemment énoncées et être élu par le Comité scientifique de la Revue Droit & Affaires. Il comprend 2 à 6 membres.

Le collège étudiant est composé d'étudiants membres ou anciens de l'AD&A, et/ou montrant un intérêt particulier pour les activités de l'AD&A et la RD&A. Ils justifient en particulier d'un parcours juridique avancé et de haute qualité. Il comprend 2 à 4 membres.

Le directeur de publication de la RD&A est le Président de l'AD&A.

2.2 Les conditions de forme

Le Président du Comité scientifique est élu à la majorité des votants.

Le Vice-Président du Comité scientifique est élu à la majorité des votants.

Le bureau de l'AD&A peut proposer au Comité scientifique une ou des nouvelle(s) nomination(s) de futurs membres du Comité scientifique.

À ce titre, les candidatures des personnes souhaitant devenir membres du Comité scientifique sont communiquées au bureau de l'AD&A. Le bureau de l'AD&A soumet au Comité scientifique les candidatures qu'il juge opportunes et appropriées au regard des exigences de qualité de la RD&A.

Le Comité scientifique confirme les nominations proposées par le bureau de l'AD&A à la majorité simple.

Article 3 - La durée des mandats

Les membres du Comité scientifique ont un mandat de trois ans renouvelable.

Les étudiants nommés au sein du premier Comité scientifique constitué ont un mandat d'un an à compter de l'entrée en vigueur de la présente charte. Ce mandat est renouvelable pour un mandat de trois ans conformément au premier alinéa.

Les membres du collège des administrateurs de l'AD&A ont un mandat de deux ans renouvelables, à compter du 23 mars 2014.

Les membres du collège professionnel nommés au sein du premier Comité scientifique constitué, ont un mandat de deux ans à compter de l'entrée de vigueur de la présente charte. Ce mandat est renouvelable pour un mandat de trois ans conformément au premier alinéa.

Il est mis un terme au mandat d'un membre du collège professionnel lorsqu'il est mis fin au partenariat entre l'AD&A et l'entité de laquelle est issu ce membre du collège professionnel.

Il est mis un terme au mandat d'un membre du collège étudiant lorsque le membre ne bénéficie plus de son statut d'étudiant.

Le mandat d'un membre du Comité scientifique prend fin à l'échéance de celui-ci si l'intéressé ne souhaite pas renouveler son mandat.

Le mandat d'un membre du Comité scientifique prend fin en cas de démission de celui-ci. Le membre du Comité scientifique intéressé adresse une lettre de démission au directeur de publication.

Le mandat d'un membre du Comité scientifique prend fin en cas d'empêchement définitif de celui-ci à exercer ses fonctions. Cet empêchement définitif est constaté par les autres membres du Comité scientifique.

II. FONCTIONNEMENT DU COMITÉ SCIENTIFIQUE

Article 4 - La convocation de la réunion des membres

Le directeur de publication convoque, par tous moyens, les membres du Comité scientifique au moins 21 jours avant la tenue de la réunion du Comité scientifique. Le directeur de publication, en liaison avec le rédacteur en chef, définit l'ordre du jour.

Article 5 - Les missions du Comité scientifique

Le Comité scientifique, par son rôle de supervision, est le garant de la qualité des articles de la RD&A.

Le Comité scientifique arrête le thème de la RD&A, après des propositions de thèmes formulées par le rédacteur en chef.

Le Comité scientifique est en charge de la relecture des articles soumis au rédacteur en chef, d'émettre des propositions de corrections le cas échéant et de valider ou non définitivement les articles destinés à être publiés dans la RD&A.

Article 6 - Les réunions

Deux réunions physiques du Comité scientifique au moins ont lieu chaque année. À défaut d'une présence physique aux réunions, la participation des membres peut se faire par mail avant les réunions ou par téléphone au cours de celles-ci.

La première réunion est consacrée à la présentation des différents articles soumis au rédacteur en chef ainsi qu'à la désignation des rapporteurs.

La seconde réunion est consacrée à la relecture des articles corrigés, à leur validation ainsi qu'à la fixation du thème de la prochaine RD&A.

Les débats sont dirigés par le directeur de publication en liaison avec le rédacteur en chef.

Le rédacteur en chef, après chaque réunion du Comité scientifique, rédige un compte-rendu qu'il adresse à l'ensemble des membres, présents et absents, du Comité scientifique.

Article 7 - La validation des articles

Lors de la première réunion du Comité scientifique, au moins deux rapporteurs sont désignés pour la relecture de chaque article soumis au rédacteur en chef.

En cas de besoin et sur décision du Comité scientifique, il est possible de faire appel à un rapporteur extérieur au Comité scientifique, choisi en fonction de ses compétences et aptitudes dans le domaine traité par l'article en question.

Le processus de décision s'opère comme suit :

– un avis favorable ou défavorable est émis par les rapporteurs dans un délai d'un mois suivant leur désignation ;

- en cas d’avis défavorable, l’article est définitivement rejeté ;
- en cas d’avis favorable, des propositions de corrections peuvent alors être émises par les rapporteurs, envoyées au rédacteur en chef, à charge pour ce dernier de les transmettre aux auteurs concernés ;
- lors de la seconde réunion du Comité scientifique, le rédacteur en chef soumet aux rapporteurs désignés les articles corrigés ;
- les articles peuvent alors être validés sans réserve ;
- les articles peuvent être validés sous réserve d’effectuer des corrections supplémentaires qui devront être réalisées par l’auteur concerné dans un délai d’un mois. L’article nouvellement corrigé sera alors à nouveau remis par le rédacteur en chef au Comité scientifique pour approbation définitive.

Article 8 – Devoir de confidentialité

Les membres du Comité scientifique, le directeur de publication ainsi que le rédacteur en chef de la RD&A s’engagent à ne pas révéler le contenu des délibérations du Comité scientifique, de même que l’identité du ou des rapporteur(s) désigné(s) pour la relecture des articles.

Article 9 – Publication de la charte

La présente charte est publiée dans la RD&A.

ÉDITORIAL

Soucieuse de mener une réflexion sur des thématiques d'actualité, l'Association Droit & Affaires (AD&A) a décidé de consacrer la dix-septième édition de la Revue Droit & Affaires à un acteur clef du monde juridique et économique : l'actionnaire.

Cœur battant de la vie sociétaire, la figure de l'actionnaire est devenue au fil des années le centre de l'attention d'un panel élargi d'acteurs de la Société. La transformation de l'environnement économique et international dans lequel évolue l'actionnaire a façonné les enjeux contemporains de la notion. Il nous est donc apparu intéressant de revenir sur les contours et la place de l'actionnaire en droit des affaires : son rôle, ses droits et ses responsabilités.

D'éminents professionnels du droit se sont prêtés à l'exercice du thème annuel, en apportant leur concours à l'élaboration du Dossier. Les pistes de réflexion se sont organisées à la croisée de différents regards : des regards issus du droit des sociétés, terreau initial de l'actionnaire, mais également d'autres branches du droit des affaires. La voie du droit comparé a également été empruntée afin de parfaire l'élaboration de ce portrait multifacette de la figure de l'actionnaire. Les réflexions autour du thème annuel ont été en outre particulièrement nourries lors du Colloque annuel de l'AD&A, qui s'est tenu le 12 juin 2020 sous une forme dématérialisée en raison des conditions sanitaires, et dont les actes sont retranscrits en seconde partie du Dossier.

L'Entretien de la Revue Droit & Affaires avec Monsieur Christophe Arnaud, Directeur juridique de la Banque de France, a permis de revenir sur plusieurs points cruciaux de l'actualité de ces derniers mois – une actualité riche, qui a trait à la crise Covid-19, à la supervision bancaire et financière, mais également aux systèmes de paiement, aux crypto-actifs ou encore à la lutte contre le réchauffement climatique. Enfin, la Revue Droit & Affaires se faisant fort de toujours mettre à l'honneur la diversité du monde des affaires, nos lecteurs auront l'occasion de découvrir les contributions libres des Variétés.

Cette année plus que les autres, la publication de la Revue Droit & Affaires a été rendue possible par l'implication des membres du Comité Scientifique, des partenaires de l'Association, ainsi que par l'enthousiasme des étudiants membres de l'Association Droit & Affaires.

Nous souhaitons ainsi à nos lecteurs une agréable lecture du dix-septième numéro de la Revue.

L'équipe AD&A 2019-2020

SOMMAIRE

PARTIE I – L’ACTIONNAIRE

Titre I – Dossier : L’actionnaire

– LES MOMENTS ET LES ACTEURS DU DIALOGUE ACTIONNARIAL Olivier Diaz	30
– GESTION PASSIVE : L’ACTIONNAIRE MIS À L’INDEX ? Jean-Christophe Devouge.....	46
– FISCALITÉ ET ACTIONNARIAT Bruno Gibert, Édouard Milhac et Stéphane Austry	59
– L’ACTIONNAIRE DANS L’ARBITRAGE Roland Ziadé et Louis-Marie Morin.....	71
– THE SHAREHOLDER IN FRANCE AND THE UNITED STATES: A COMPARATIVE ANALYSIS OF CORPORATE LEGAL PRIORITIES Adam O. Emmerich, Bertrand Cardi, Forrest G. Alogna, Matthew T. Carpenter et Hadrien Bourrellis.....	90
– L’ENCADREMENT RÉGLEMENTAIRE DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE : L’IMPACT DE L’APPROCHE EUROPÉENNE SUR LE DROIT ET LA PRATIQUE SUISSES Xenia Karametaxas	113

Titre II – Les actes du Webinaire du 12 juin 2020 sur l’actionnaire

Modérateur : STÉPHANE TORCK

– LE PROGRAMME DU COLLOQUE	126
– PROPOS INTRODUCTIFS : Stéphane TORCK.....	128

Première table ronde – Les évolutions des droits de l’actionnaire

– INTRODUCTION DE LA PREMIÈRE TABLE RONDE Gérard Rameix.....	131
– REGARDS SUR L’ÉVOLUTION DE L’INTÉRÊT DES ACTIONNAIRES EN DROIT DES SOCIÉTÉS Jean-Jacques Ansault	140
– L’ACTIONNAIRE MINORITAIRE DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES Caroline Ruellan.....	150

– LA POSITION DE L'AMF SUR L'ACTIVISME ACTIONNARIAL Anne Maréchal	156
– CONCLUSIONS DE LA PREMIÈRE TABLE RONDE & QUESTIONS AUX INTERVENANTS Stéphane Torck	162

Seconde table ronde – L'actionnaire dans les situations exceptionnelles

– INTRODUCTION DE LA SECONDE TABLE RONDE Stéphane Torck	166
– L'ACTIONNAIRE ET LES SITUATIONS DE DIFFICULTÉS FINANCIÈRES Hélène Bourbouloux	167
– L'ACTIONNAIRE DANS LES OPÉRATIONS EXCEPTIONNELLES ET LES CRISES DE GOUVERNANCE Benjamin Kanovitch	173
– L'ACTIONNAIRE ET LES OFFRES PUBLIQUES Pierre-Yves Chabert	178

Rapport de synthèse

– DOMINIQUE SCHMIDT	185
---------------------------	-----

PARTIE II – L'ENTRETIEN DE LA REVUE DROIT & AFFAIRES

– Christophe ARNAUD, Directeur juridique de la Banque de France ..	192
--	-----

PARTIE III – LES VARIÉTÉS

– RETOUR SUR UN ACTEUR DE LA SURVEILLANCE BANCAIRE ET FINANCIÈRE MÉCONNU : LE HAUT CONSEIL DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE Jérôme Lasserre-Capdeville	206
– LES IMPACTS DU « PAQUET BANCAIRE » SUR LE RÉGIME DU <i>BAIL-IN</i> – ANALYSE DES NOUVELLES RÉGLEMENTATIONS EUROPÉENNES (CRR2, BRRD2) Paul Perney	217
– LES SANCTIONS DE L'ABUS DE DROIT DE VOTE Tatiana Lebbos	230

PARTIE I
L'ACTIONNAIRE

TITRE I

—

DOSSIER

LES MOMENTS ET LES ACTEURS DU DIALOGUE ACTIONNARIAL

*Olivier Diaz
Avocat associé, Gide Loyrette Nouel*

Les relations entre émetteurs et actionnaires s'articulent de plus en plus autour d'un dialogue permanent. Ce dialogue suppose d'un côté une forte implication de l'émetteur et de ses équipes, mais aussi de son conseil d'administration lorsque le dialogue porte sur des sujets de gouvernance. Il suppose du côté des actionnaires une vraie politique d'engagement constructif.

La fin de l'année 2019 et le début 2020 ont vu un débat intense sur l'activisme actionnarial, débat qui a abouti en peu de temps à la production d'un nombre important de rapports et de recommandations.

Ce débat a mis en lumière le sujet du dialogue actionnarial, soit que certains considèrent que l'activisme vient le perturber ou le dénaturer, soit que d'autres considèrent l'activisme comme un effet secondaire d'une culture de dialogue actionnarial qui serait insuffisante.

L'AMF a fait du dialogue actionnarial le thème principal de son dernier rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

Les réflexions ont notamment porté sur le rôle du conseil d'administration dans ce dialogue.

La portée du dialogue actionnarial fait également débat. Certains voient ce dialogue comme portant essentiellement sur des sujets de gouvernance, les actionnaires n'ayant pas à s'immiscer dans la gestion de l'entreprise.

La réalité du dialogue de l'entreprise avec les investisseurs est naturellement toute autre.

Certes, depuis quelques années, les sujets de gouvernance et à présent de responsabilité environnementale et sociale, ont pris une importance accrue et on a vu apparaître de véritables « roadshows gouvernance » en amont de l'assemblée générale.

Il n'en reste pas moins que l'intérêt des investisseurs se focalise sur la compréhension des résultats et de la stratégie de l'entreprise, de son positionnement par rapport à ses concurrents et de ses perspectives.

Le dialogue se concentre donc sur ces sujets, que ce soit à l'occasion des épisodes d'information financière ou des rencontres bilatérales de l'entreprise avec les grands investisseurs.

Pour appréhender le dialogue actionnarial et les problématiques juridiques et concrètes qu'il soulève, on examinera les moments (I.) et les acteurs (II.) du dialogue.

I. LES MOMENTS DU DIALOGUE

Le dialogue actionnarial est conçu en premier lieu verticalement, la société émettrice étant pour l'essentiel maître du calendrier et du contenu de la communication dans le cadre réglementaire qui lui est fixé.

La communication financière diffusée par l'émetteur est la première source du dialogue actionnarial (**A.**). C'est à partir de cette information que va se nouer le dialogue, entre le message que diffuse l'émetteur et les attentes de sa base actionnariale.

La qualité de l'information publique de l'émetteur sera clé pour la qualité du dialogue actionnarial (**B.**). D'une part, elle déterminera le niveau de compréhension des actionnaires. D'autre part, l'émetteur ne pourra pas échanger sur des informations qui n'auront pas été rendues publiques.

A. La diffusion de l'information

L'information financière peut être regroupée en trois grandes catégories : l'information périodique (*i*), l'information financière permanente (*ii*), et l'information spécifique liée à une opération (*iii*).

(i) La réglementation prévoit que l'émetteur diffuse de l'information financière à intervalle régulier.

Il en est ainsi tout particulièrement des résultats annuels et semestriels, et, bien que cette publication ne soit plus obligatoire, de l'information trimestrielle.

Les résultats annuels doivent faire l'objet d'une communication publique dès qu'ils sont arrêtés par le conseil d'administration ou revus par le conseil de surveillance. Il en va de même des comptes semestriels.

Les comptes annuels sont ensuite repris et détaillés dans un rapport financier annuel incluant le rapport de gestion. Ce rapport est le plus généralement intégré dans le Document d'Enregistrement Universel¹ autrefois connu sous le nom de document de référence. Il sert également de base à l'information qui est donnée aux actionnaires en amont de l'assemblée générale annuelle.

Les comptes semestriels sont repris dans le rapport semestriel d'activité.

Si la société diffuse une information trimestrielle, l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») recommande que celle-ci s'accompagne d'un commentaire.

Ces moments de communication financière périodiques sont l'occasion pour la société émettrice de diffuser à ses investisseurs non seulement l'analyse de ses résultats passés mais également ses valeurs, sa stratégie et ses ambitions. Les éléments communiqués ne sont d'ailleurs pas seulement de nature financière, mais incluent des éléments de performance extra-financière sur des thématiques RSE et éthiques.

La communication périodique est ainsi l'occasion pour l'émetteur de poser les fondations de son discours auprès des actionnaires.

1. *Universal Registration Document* (« URD ») en anglais.

(ii) *Par ailleurs, en dehors de ces séquences maîtrisées, les émetteurs ont l'obligation de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement² : c'est l'information permanente.*

Le principe de l'obligation permanente d'information joue un rôle essentiel dans le dialogue actionnarial. Il offre aux investisseurs l'assurance qu'ils disposent, par des sources aisément accessibles publiquement, d'une information à jour, pertinente, complète et non trompeuse sur les résultats, la situation financière et les perspectives de l'émetteur.

En effet, l'information privilégiée se définit, du point de vue de l'actionnaire, comme toute information précise qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement³.

Le dialogue entre l'émetteur et l'actionnaire est donc supposé se dérouler sur une base commune d'information concernant l'émetteur.

(iii) *Enfin, l'émetteur devra mettre à la disposition du public des informations complètes à l'occasion d'une opération financière et en lien avec celle-ci.*

Il en ira ainsi d'opérations de rachat d'actions, d'augmentation de capital ou de rapprochement par voie d'émission de titres.

L'AMF a étendu ces obligations pour couvrir les opérations d'acquisitions et de cessions significatives, dont on sait qu'en droit, elles peuvent échapper au contrôle des actionnaires selon la voie juridique par laquelle elles sont réalisées. Une opération d'acquisition en numéraire échappera aux actionnaires alors qu'elle sera soumise à leur accord dans le cadre d'une assemblée générale extraordinaire si elle donne lieu à l'émission de titres⁴. De même, une cession échappera au contrôle des actionnaires alors qu'une absorption ou un apport réalisés selon le régime des scissions leur seront soumis.

Outre la consultation des actionnaires pour les cessions d'actifs majeurs, l'AMF recommande la diffusion d'information détaillée sur les opérations d'acquisitions ou de cessions d'actifs significatifs⁵.

B. Le dialogue à l'occasion des épisodes de communication régulière

Dès 2012, l'AMF a recommandé de conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs⁶.

À l'occasion des épisodes de communication, notamment, vont se nouer des séquences de communication avec les actionnaires.

2. Article 17.1, règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (« MAR »).

3. Article 7.4, MAR.

4. Sous réserve des délégations consenties par l'assemblée générale au conseil d'administration (ou au directoire).

5. Position-recommandation AMF DOC-2015-05, « Les cessions et acquisitions d'actifs significatifs », 17 juin 2015.

6. Position-recommandation AMF DOC-2012-05, « Les assemblées générales des sociétés cotées », 2 juill. 2012 modifiée le 5 oct. 2018.

- (i) *À l'issue de la publication de leurs résultats – au moins annuels et semestriels –, les sociétés vont organiser des présentations ouvertes aux analystes et aux investisseurs, où ils vont commenter leur performance d'une manière qui pourra être plus contextualisée que ce qui ressort des communiqués de presse diffusés.*

En effet, ainsi que le rappelle l'AMF, « le fait qu'un support de large diffusion ne comporte pas une indication figurant par ailleurs dans un autre support qui, tout en ayant une diffusion plus étroite, est normalement accessible, n'est pas, en soi, constitutif d'une irrégularité »⁷.

Ces séances sont l'occasion pour l'assistance de poser des questions qui permettront à l'émetteur d'appréhender les questionnements et les attentes des investisseurs, d'y apporter des réponses et de dissiper des incompréhensions.

Ces séquences sont des éléments d'autant plus importants du dialogue actionnarial que les présentations partagées à cette occasion sont mises à la disposition du public, et la séance de présentation et de questions/réponses des résultats accessible au public via le site internet de la société. Le règlement général de l'AMF requiert en effet que les présentations soient disponibles au plus tard au début de la réunion d'annonce des résultats⁸, la mise à disposition des *slides* ou autres documents ne pouvant être limitée aux seules personnes présentes à la réunion. L'AMF considère également impératif de veiller, lorsque des réunions téléphoniques sont organisées, à ne pas exclure certains participants ni opérer de filtres sur les questions⁹.

- (ii) *À l'issue de ces publications, la société ira régulièrement à la rencontre de ses actionnaires les plus importants, dans le cadre de roadshows, avec l'organisation de réunions bilatérales.*

Ces réunions seront l'occasion d'échanges confidentiels où la société pourra échanger sur sa stratégie et comprendre en profondeur les attentes d'investisseurs dont elle peut penser qu'ils sont représentatifs de la globalité de ses actionnaires.

Naturellement, l'émetteur doit veiller à respecter les deux principes complémentaires d'interdiction de communication d'informations privilégiées et d'égalité d'information entre actionnaires¹⁰.

- (iii) *L'occasion et la contrainte sont similaires lors de conférences organisées régulièrement par de grandes banques où l'émetteur va exposer sa stratégie, et la confronter aux vues de ses concurrents et des analystes.*

Certains émetteurs font figurer sur leur site les supports qu'ils y présentent.

7. V. §1.5.3, Position-recommandations AMF DOC-2016-08, « Guide d'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », 26 oct. 2016.

8. Article 223-10-1, règlement général de l'AMF.

9. V. par exemple §2.2.3, AMF, « Communication financière des valeurs moyennes : Mieux comprendre les attentes des analystes financiers et des investisseurs professionnels », janv. 2017.

10. V. §1.5.2, Position-recommandation AMF DOC-2016-08, *op. cit.* V. également pour une vision étendue de l'obligation d'égalité d'information, CA Paris 19 déc. 2013, n° 12/22644, A de C v./ Wendel, note RJDA 1/2014, n° 352 ; A. Viandier, « Questions écrites des actionnaires », *Rev. des soc.*, mai 2014, p. 306 ; M. Roussille, « Le droit de vote de l'associé, droit fondamental ? », *Dr. sociétés*, juill. 2014, n° 117.

Certaines conférences étant de portée plus régionale, le risque est que l'émetteur diffuse une information géographique plus granulaire¹¹, susceptible de se heurter au principe d'égalité d'information voire de diffusion d'information privilégiée.

(iv) *Nombre d'émetteurs ont également mis en place des outils de communication avec les actionnaires individuels, que ce soit les clubs d'actionnaires, les réunions d'actionnaires, les lettres aux actionnaires ou l'identification sur le site internet de la société d'un contact susceptible de répondre aux questions des actionnaires.*

Reconnus par l'AMF¹², ils sont soumis aux mêmes contraintes que les autres voies de dialogue.

C. L'assemblée générale : le moment de dialogue institutionnel

En droit, le moment clé du dialogue actionnarial est l'assemblée générale annuelle. En réalité, en dehors de situations de crise, qui marquent plutôt l'échec du dialogue, l'essentiel des discussions a eu lieu en amont.

L'assemblée générale reste néanmoins un moment clé en cas de situation de crise, dans la mesure où elle constitue le seul épisode où les actionnaires sont susceptibles de prendre l'initiative¹³.

(i) *De pratique de plus en plus générale, les émetteurs rencontrent les principaux investisseurs en amont de l'assemblée générale dans le cadre de réunions parfois qualifiées de « roadshows gouvernance », pour d'une part les tester sur les projets de résolutions afin de pouvoir expliquer à froid les raisons qui les poussent à les présenter et les spécificités de leur situation qui justifient de s'écarter le cas échéant de la pratique générale, et d'autre part d'aboutir à des propositions qui recueillent un large consensus.*

Ces démarches répondent à une demande des investisseurs qui s'étaient préoccupés du taux important de résolutions rejetées au sein des émetteurs français¹⁴. Elles sont encouragées par l'AMF, qui recommande de « conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que ceux qui les conseillent, en amont de la publication par les sociétés de leurs projets de résolution et postérieurement à l'assemblée générale afin de permettre de résoudre certains points de désaccord concernant la politique de vote des différentes catégories d'actionnaires »¹⁵.

11. V. §6.2.4, Position-recommandation AMF DOC-2016-05, *op. cit.*, qui recommande de présenter les résultats par sous-secteur géographique sensibles ou se trouvant dans des situations très différenciées du guide.

12. V. par exemple AMF, « Étude 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels », 26 nov. 2015.

13. Sous réserve de mesures exceptionnelles telles la demande d'expertise de gestion, article L. 225-31, Code de Commerce.

14. V. Blackrock Investment Stewardship, « Le dialogue actionnarial en France : pour une participation des administrateurs », mars 2016.

15. Proposition 1.1, Position recommandation AMF DOC-2012-05, *op. cit.* : « Les assemblées générales des sociétés cotées ».

On notera que cette pratique aboutit à ce que la société communique de manière sélective à ses grands investisseurs ses projets de résolutions à un moment où ceux-ci ne sont pas publics. Pour l'essentiel, les résolutions – notamment les autorisations financières¹⁶ – sont renouvelées d'années en années de telle sorte que l'on peut raisonnablement considérer qu'il ne s'agit pas d'information sensible. Les émetteurs doivent être plus prudents sur des résolutions plus délicates comme celles ayant trait à la nomination ou au renouvellement d'administrateurs afin de ne pas transmettre d'information privilégiée : le dialogue doit alors se concentrer sur le fait de recueillir les attentes des investisseurs plutôt que de leur communiquer les projets de la société.

L'AMF a d'ailleurs soulevé cette question dans son rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise, dans la partie sur le dialogue actionnarial. Elle recommande ainsi que les supports de présentation établis à l'occasion de « *roadshows* gouvernance » soient mis en ligne sur le site internet de la société¹⁷.

(ii) *Par ailleurs, les grands investisseurs votent massivement par correspondance, de telle sorte que d'ordinaire l'émetteur connaît le résultat du vote avant d'entrer en assemblée générale.*

Ce n'est que pour les résolutions les plus contestées – et notamment celles inscrites à la demande d'actionnaires – que l'incertitude peut prévaloir jusqu'au bout.

Il a pu en être ainsi récemment sur des demandes de nomination d'administrateurs comme à l'occasion de l'assemblée générale d'EssilorLuxottica en 2019 ou l'assemblée générale de Lagardère en 2020, qui ont *in fine* été rejetées à d'assez faibles majorités.

Il est vrai que la règle qui veut que, sous réserve d'exceptions limitées, la modification des résolutions ou l'inscription de résolutions nouvelles s'inscrivent dans un calendrier très défini, largement en amont de l'assemblée générale, n'invite pas à la participation en assemblée.

Par ailleurs, l'expression de l'essentiel du vote par correspondance n'encourage pas les modifications de dernière minute, lorsqu'elles sont possibles¹⁸, puisque les votes déjà exprimés vont de fait compter soit contre les résolutions nouvelles et modifiées¹⁹, soit, si l'actionnaire en a fait le choix (directement ou par le biais des « pouvoirs en blanc »), dans le sens déterminé par le conseil d'administration.

16. C'est-à-dire les résolutions par lesquelles les actionnaires délèguent au conseil d'administration ou au directoire la possibilité d'émettre des valeurs mobilières ou de racheter les actions de la société dans certaines limites fixées par les résolutions.

17. AMF, « Rapport 2019 sur gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », 3 déc. 2019, p. 49.

18. Les actionnaires demeurent libres de poser leur candidature comme administrateur en remplacement d'un autre administrateur. Par ailleurs, les résolutions peuvent être modifiées, y compris en assemblée, pour autant que l'ordre du jour n'en soit pas modifié ou dénaturé.

19. Puisque les majorités s'expriment en votes favorables.

(iii) *L'assemblée générale, qui met en face la société et ses actionnaires, se transforme plutôt en une cérémonie où la direction générale va présenter la société, ses performances et sa stratégie à une audience largement composée d'actionnaires individuels, qui représentent généralement une part marginale du capital.*

De façon très occasionnelle, l'assemblée peut s'avérer animée. C'est ainsi que l'assemblée générale de Technicolor du 20 juin 2012 avait donné lieu à la confrontation de deux offres (*Vector Capital* et *One Equity Partners*, filiale de *private equity* de JP Morgan) pour souscrire à une augmentation de capital réservée de la société, offres qui furent départagées en séance par les actionnaires.

L'assemblée générale est également animée par la séance des questions des actionnaires qui peuvent donner à la direction générale l'occasion d'entendre, parfois bruyamment, les félicitations ou, selon le cas, les frustrations des actionnaires.

Les questions peuvent être posées soit par avance²⁰ soit en séance. Si les questions sont posées en avance, la société a la capacité d'y répondre par écrit et de poster sa réponse sur son site internet, ce qui peut lui épargner d'y répondre en séance.

La jurisprudence récente a adopté une vue libérale sur le type de questions auxquelles la société se doit de répondre, pour autant que le sujet concerné puisse être considéré comme significatif, quand bien même il ne serait pas en rapport direct avec l'ordre du jour, surtout s'il peut être soupçonné que certains actionnaires importants ont déjà obtenu des réponses à ces questions²¹.

(iv) *Il n'en reste pas moins que l'assemblée générale, en situation de crise, peut être un catalyseur.*

En premier lieu, les actionnaires représentant une certaine quotité du capital peuvent demander l'inscription de résolution. Ces résolutions visent généralement à obtenir la nomination d'un ou plusieurs administrateurs.

Si le succès de ces résolutions reste très rare, l'atteinte d'un taux d'approbation élevé, même s'il reste minoritaire, sera un signe fort du mécontentement des actionnaires qui doit amener l'émetteur à prendre des mesures pour pallier la situation. On notera qu'au Royaume-Uni, si une résolution est contestée par plus de 20 % des actionnaires, le conseil doit annoncer les mesures qu'il compte prendre et doit informer des suites données dans les 6 mois.

Le vote sur la rémunération des mandataires sociaux, dit « *say on pay* », est également devenu un moyen pour les actionnaires d'exprimer leur mécontentement et d'obtenir des changements dans la gouvernance.

Ainsi que le note le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (« HCGE ») dans son rapport d'octobre 2018, « le dispositif du « *say on pay* » paraît renforcer l'influence des investisseurs institutionnels et des « *proxy advisors* » et la fixation des

20. Au plus tard le 4^e jour ouvré précédant la date de l'assemblée générale.

21. CA Paris 19 déc. 2013, n° 12/22644, *op. cit.*, note RJDA 1/2014, n° 352, *op. cit.* ; A. Viandier, « Questions écrites des actionnaires », *op. cit.* ; M. Roussille, « Le droit de vote de l'associé, droit fondamental ? », *op. cit.*

rémunérations dépend largement du dialogue, voire de la négociation, avec ces deux catégories d'acteurs ».

Le dispositif est devenu d'autant plus puissant depuis qu'il est devenu impératif, puisqu'en cas de vote défavorable *ex ante* les principes précédemment approuvés devront continuer à s'appliquer²² et qu'en cas de vote défavorable *ex post*, les éléments de rémunération variables ne pourront pas être versés²³.

Certaines situations de vote *say on pay* négatif ont abouti à des changements de gouvernance importants²⁴.

II. LES ACTEURS DU DIALOGUE ACTIONNARIAL

Le dialogue avec les actionnaires prend place au sein de la société émettrice (**A.**), mais il pose avant tout la question de la définition de la population actionnariale (**B.**).

A. Les acteurs au sein de la société émettrice

Le dialogue actionnarial se noue pour l'essentiel par la direction générale de l'émetteur, que ce soit au niveau des équipes et notamment du responsable de la relation investisseurs (dit « *investor relations* ») ou du directeur général lui-même.

Ces dernières années, les actionnaires ont demandé une véritable implication des administrateurs. Le dialogue avec les actionnaires passe alors par un rôle accru du président dans les structures dissociées ou la création du rôle d'administrateur référent.

(i) *Au jour le jour, le dialogue actionnarial passe par la fonction de l'« investor relations » qui a une mission d'émission et de réception des messages, qui lui donne un rôle essentiel dans l'entreprise.*

Dans sa mission d'émission de message, il a d'abord pour mission de faire comprendre la stratégie de l'entreprise et sa logique, et de l'ancrer dans le temps. Il doit être à même d'éclairer les investisseurs, de répondre à leurs questions et de dissiper leurs erreurs.

En parlant aux investisseurs, il a également une importante mission de réception de messages. Le dialogue qu'il entretient lui permet de comprendre les attentes des investisseurs, leurs critiques voire leurs frustrations. N'étant pas impliqué dans la gestion de l'entreprise, il permet aux investisseurs d'avoir un dialogue plus libre et moins filtré que lorsque le dialogue se noue avec le directeur général ou le directeur financier qui peuvent être plus défensifs, ce qui peut conduire les investisseurs à retenir leurs arguments ou à les présenter de façon moins directe et finalement moins claire.

22. Article L. 225-37-2 al. 4, Code de commerce.

23. Article L. 225-100 II al. 2, Code de commerce.

24. Par exemple, départ de Philippe Salle de son poste de Président Directeur Général d'Elior, le 30 novembre 2017.

L'*investor relations* est le personnage clé du dialogue actionnarial. Il permet à la société d'entendre les arguments des investisseurs. En leur expliquant la stratégie de l'entreprise, la logique de sa trajectoire et ses spécificités par rapport à ses concurrents, il pourra convaincre les investisseurs que la vision de la société est la bonne.

Sa fonction est non seulement importante mais également délicate : il doit entretenir le dialogue, à la fois entrant et sortant, en veillant à ne pas diffuser d'information privilégiée et en respectant le principe d'égalité d'information.

L'*investor relations* de Faurecia avait entretenu des échanges avec un certain nombre d'analystes pour faire baisser leurs attentes par rapport à la *guidance* de la société afin de ramener le consensus en ligne avec les chiffres que la société allait être amenée à publier, afin d'éliminer l'effet de surprise par rapport à la *guidance*. Cette pratique de « pilotage du consensus » a été sanctionnée par l'AMF au motif qu'elle violait le principe, posé par l'article 233-10-1 du règlement général de l'AMF, d'accès égal et concomitant aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent à la disposition des analystes financiers sur les résultats « en ayant réservé ces informations à certains analystes »²⁵.

(ii) *Institutionnellement, le dialogue actionnarial revient au directeur général, qui représente la société dans ses rapports avec les tiers. Il sera également régulièrement retenu responsable conjointement avec la société émettrice si le dialogue s'égaré dans des contrées où il se heurtera à la réglementation sur les abus de marché*²⁶.

De façon plus fondamentale, le directeur général a pour mission d'assumer la gestion de la société. Les investisseurs souhaiteront avoir un dialogue avec le directeur général pour échanger avec celui qui conçoit, porte, et *in fine* assume, la stratégie de l'entreprise. Il est le visage de l'entreprise, celui qui l'incarne.

Le directeur général doit accepter de porter ce dialogue, qui est un rôle essentiel de sa mission pour les sociétés cotées. Il ne saurait se réfugier derrière son *investor relations* ou son directeur financier sauf à vouloir frustrer les actionnaires, et *in fine* être responsable de leur mécontentement.

Le dialogue individuel avec les grands actionnaires, s'il est direct et franc, servira aussi à limiter l'effet « tour d'ivoire » auquel est exposé le directeur général, au risque qu'il en soit réveillé brutalement au moment où la société sera confrontée à des épisodes difficiles du cycle de ses affaires.

Il ne saurait être remplacé par le moment très *scripté* de l'assemblée générale, où l'assistance est essentiellement composée d'actionnaires individuels attachants mais globalement peu représentatifs de l'actionnariat.

(iii) *Traditionnellement, les administrateurs des sociétés françaises étaient largement absents du dialogue actionnarial, le rôle de représentation de la société étant dévolu par la loi au directeur général.*

Pourtant, le conseil d'administration a un rôle déterminant dans la communication financière. Ainsi, le Code Afep-Medef prévoit qu'« il appartient au conseil

25. Commission des sanctions de l'AMF, 18 déc. 2014, SAN-2014-22 à l'égard de la société Faurecia et de M. Yann Delabrière.

26. V. par exemple CA Paris 19 déc. 2013, n° 12/22644, *op. cit.*

d'administration de définir la politique de communication financière de la société »²⁷.

Il est d'ailleurs de pratique courante que chaque communiqué de la société relevant de l'information règlementée soit approuvé par le conseil d'administration.

De façon plus générale, le conseil d'administration a un rôle de détermination de la stratégie de l'entreprise, voire de son exécution. En effet, le conseil d'administration « a pour mission de déterminer les orientations de l'activité de la société et de veiller à leur mise en œuvre, conformément à l'intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de l'activité de la société » et peut se saisir « de toutes les questions intéressant la bonne marche de la société et régler les affaires qui la concernent »²⁸.

Cette contradiction entre le rôle déterminant du conseil dans la stratégie de l'entreprise et son absence de dialogue avec les actionnaires était source de frustration des actionnaires, et développait chez certains d'entre eux le sentiment que la direction générale cherchait à se mettre en travers d'un dialogue susceptible de lui échapper.

C'est ainsi que le gestionnaire de fonds BlackRock indiquait : « nous cherchons à dialoguer avec des membres du conseil d'administration ou de surveillance lorsque nous pensons que le sujet est directement de leur ressort, que le *management* n'est pas en mesure de répondre à nos inquiétudes ou bien lorsque notre dialogue avec la société s'est avéré infructueux »²⁹.

L'absence du conseil d'administration dans le dialogue était généralement justifiée par trois principes :

- La représentation de la société dans ses rapports avec les tiers revient au directeur général et le principe de hiérarchie et de spécialité des organes sociaux ne permet pas à l'un d'empiéter sur les pouvoirs de l'autre³⁰ ;

- Le caractère collégial du conseil d'administration s'opposerait à ce que l'un ou plusieurs des administrateurs s'exprime en son nom ;

- Une obligation de confidentialité pèse sur les administrateurs.

Opposer ces principes au dialogue actionnarial, c'est témoigner à la fois d'une vision conservatrice du droit des sociétés et d'une méconnaissance de ce qu'est le dialogue actionnarial.

Le pouvoir de représentation vise à donner au directeur général l'exclusivité du pouvoir d'engager la société vis-à-vis des tiers, et non l'exclusivité d'exprimer un point de vue en son nom.

De la même manière, le caractère collégial du conseil vise à rappeler que seul le conseil d'administration dans sa collégialité peut prendre les décisions qui lui incombent. En revanche, le conseil peut parfaitement confier une mission particulière à l'un de ses membres. L'existence des comités du conseil, reconnue par la

27. § 4.1, Code Afep-Medef (révisé en janvier 2020).

28. Article L. 225-35 al. 1, Code de Commerce.

29. Blackrock Investment Stewardship, « Le dialogue actionnarial en France : pour une participation des administrateurs », op. cit.

30. V. Civ. 4 juin 1946, arrêt dit « Motte », S. 1947, I, 153, note Barbry ; JCP, 1947, II, 3518, note Bastian.

loi comme recommandée par les codes de gouvernance, confirme que des membres du conseil peuvent avoir pour mission d’approfondir un certain nombre de sujets afin de faciliter et de préparer les travaux du conseil.

Dans le dialogue actionnarial, aucune décision n’est prise au nom de la société. Le dialogue consiste à entendre le point de vue des actionnaires et à faire valoir celui de l’entreprise.

En toute hypothèse, le point de vue exprimé par la société doit s’inscrire en cohérence avec la communication publique, puisqu’il doit respecter les principes d’interdiction de communication d’information privilégiée et d’égalité d’information. Il en résulte d’ailleurs que le dialogue actionnarial ne saurait, par construction, amener un administrateur qui y participerait à violer le secret des délibérations du conseil.

Les prétendus obstacles juridiques au dialogue entre actionnaires et conseil d’administration ont ainsi été largement dissipés, à la faveur d’études pragmatiques sur le sujet, et notamment du rapport de la commission dialogue administrateurs-actionnaires du Club des Juristes³¹.

Le Code Afep-Medef prévoit d’ailleurs explicitement que « les relations des actionnaires avec le conseil d’administration, notamment sur les sujets de gouvernement d’entreprise peuvent être confiées au président du conseil d’administration ou, le cas échéant, à l’administrateur référent. Celui-ci rend compte au conseil d’administration de cette mission »³².

Le dialogue entre les actionnaires et les administrateurs se concentre sur les sujets de gouvernance, qui reviennent naturellement au conseil d’administration. La loi attribue d’ailleurs au conseil d’administration (ou de surveillance) la présentation aux actionnaires d’un rapport sur le gouvernement d’entreprise³³.

(iv) Plusieurs sociétés où les fonctions de président et de directeur général sont assumées par la même personne, ont fait le choix de créer la fonction d’administrateur référent, dont l’existence est reconnue par le Code Afep-Medef³⁴. Dix-sept sociétés sur l’échantillon de quarante, retenu par l’AMF dans son dernier rapport sur le gouvernement d’entreprise, comptaient un administrateur référent³⁵.

Cette pratique est encouragée par les actionnaires³⁶ et par les agences de conseil en vote³⁷.

31. Rapport du Club des Juristes, Commission dialogue administrateurs-actionnaires, déc. 2017, sous la présidence du Professeur Bertrand Fages.

32. §4.4, Code Afep-Medef.

33. Article L.225-37 al. 6 du Code de commerce.

34. Code Afep-Medef, § 3.3.

35. AMF, « Rapport 2019 sur le gouvernement d’entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, op. cit., §1.1.2, Partie II, p. 37.

36. V. Recommandations de l’Association Française de Gestion (« AFG ») sur le gouvernement d’entreprise, janv. 2020, et son Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat », 10 déc. 2019.

37. V. P. Durand-Barthez, « Le guide de la gouvernance des sociétés », Dalloz, 2^e ed., 2018/2019, §122.14.

Non prévues par la loi, l'existence et la mission de l'administrateur référent sont généralement prévues par le règlement intérieur du conseil. La mission porte notamment sur la prévention des conflits d'intérêts au sein du conseil, le respect des règles de gouvernement d'entreprise, ou la direction du processus d'évaluation du fonctionnement du conseil d'administration³⁸.

Il est également chargé de prendre connaissance des demandes des actionnaires en matière de gouvernance et veille à ce qu'il leur soit répondu.

S'agissant précisément du dialogue avec les actionnaires sur les sujets de gouvernance, il en est soit le responsable soit il y est associé³⁹.

La pratique de l'administrateur référent (ou du dialogue via le président en cas de présidence dissociée) suppose néanmoins, pour être productive, qu'elle soit bien organisée.

L'administrateur référent doit être indépendant – tant statutairement qu'en réalité, et notamment vis-à-vis du directeur général – afin que son intervention soit utile, et le rende capable d'être un interlocuteur utile et crédible pour les actionnaires.

En même temps, les positions de l'administrateur référent et de la direction générale doivent, dans le dialogue actionnarial, être alignées, et l'être sur les positions du conseil dans sa globalité. L'administrateur référent ne doit pas devenir un directeur général *bis* sur les sujets de gouvernance.

N'étant pas un permanent de l'entreprise, l'administrateur référent doit être formé avec soin. Il devra notamment veiller à raccrocher toutes ses positions à la communication publique de la société, afin de ne pas prendre le risque de communiquer de l'information privilégiée ou de se mettre à défaut du principe d'égalité d'information des actionnaires. Dans son interaction avec les actionnaires, il sera utile qu'il soit accompagné de l'*investor relations* ou du juriste interne en charge des sujets de gouvernance, afin de pouvoir se reposer sur leur connaissance intime de la communication de la société et du cadre juridique⁴⁰, et éviter le risque de communiquer une information qui ne serait pas issue de la communication publique de l'émetteur.

Il devra tenir la direction générale informée de ses échanges afin de ne pas offrir d'angle qui permettrait à un actionnaire de garder le sentiment de points de vue désalignés.

Il devra également rendre compte régulièrement de ses travaux au conseil.

B. Les actionnaires

La question du dialogue avec les actionnaires pose la question de la définition de la population actionnariale. Or, l'une des principales difficultés de la réflexion autour du dialogue actionnarial dans les sociétés cotées tient à la diversité des actionnaires.

38. V. par exemple §4.2, règlement intérieur de la société Pernod Ricard.

39. Règlement intérieur de la société Pernod Ricard, §4.2.6 : « Il participe, le cas échéant, aux présentations relatives à la gouvernance aux côtés du Président-Directeur Général ».

40. Et de disposer d'un témoin des échanges.

Certains actionnaires sont des actionnaires de long terme ayant choisi leur investissement avec conviction (*iii*), certains ne le sont qu'à la faveur des algorithmes ou des indices (*ii*).

Certains n'ont que quelques actions, d'autres détiennent une participation pour plusieurs milliards d'euros, voire détiennent le contrôle de la société cotée (*iv*).

Certains le sont dans la perspective du dividende, d'autres de la plus-value qu'ils espèrent d'une offre publique déjà annoncée.

Certains sont actionnaires compte tenu du profit qu'ils attendent de leur investissement, d'autres – on pense notamment aux interventions de l'État directement ou via ses différents fonds ou entités – le sont à des fins de protection stratégique, voire de communication politique qui dépassent l'entreprise (*i*).

Chacun de ces actionnaires sera dans l'attente d'une forme de dialogue différente.

(i) Le développement du rôle des actionnaires institutionnels

La directive dite *Shareholders Rights Directive 2* (« SRD 2 »)⁴¹ prévoit une obligation d'engagement plus actif des sociétés de gestion de portefeuille.

L'article L. 533-22 du Code monétaire et financier⁴², qui transpose la directive, prévoit que les sociétés de gestion de portefeuille doivent élaborer et publier une politique d'engagement actionnarial « décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement ».

Le règlement général de l'AMF, dans son article 314-100 détaille cette obligation : « La société de gestion de portefeuille élabore un document intitulé « politique de vote », mis à jour en tant que de besoin, qui présente les conditions dans lesquelles elle entend exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les placements collectifs [...] dont elle assure la gestion ».

L'AMF comme les porteurs peuvent demander le détail des votes exprimés aux sociétés de gestion⁴³ : « La société de gestion de portefeuille communique à l'AMF, à la demande de celle-ci, les abstentions ou les votes exprimés sur chaque résolution ainsi que les raisons de ces votes ou abstentions.

La société de gestion de portefeuille tient à disposition de tout porteur de parts ou d'actions d'un placement collectif [...] qui en fait la demande l'information relative à l'exercice, par la société de gestion de portefeuille, des droits de vote sur chaque résolution présentée à l'assemblée générale d'un émetteur ».

Ces règles ont pour but, outre la protection des intérêts des épargnants, la diminution de l'abstention en assemblée générale.

41. Directive (UE) n° 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

42. Article 198, loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (« Loi Pacte »).

43. Article 314-102, règlement général de l'AMF.

(ii) Le rôle des agences de conseil en vote

Néanmoins, il est fréquent que les gestionnaires, faute d'intérêt ou de moyens, suivent les analyses des agences de conseil en vote (« *proxy advisors* »), telles ISS, Glass Lewis ou Proxinvest.

Ces analyses ont par ailleurs une influence importante sur le vote d'une grande part des actionnaires.

Les textes issus de la transposition de la directive SRD 2 ont renforcé les obligations des agences de conseil en vote.

Ces agences sont définies comme « une personne morale qui analyse, sur une base professionnelle et commerciale, les communications des entreprises et, le cas échéant, d'autres informations de sociétés cotées afin d'éclairer les décisions de vote des investisseurs en effectuant des recherches, en fournissant des conseils ou en formulant des recommandations de vote concernant l'exercice des droits de vote »⁴⁴.

Les agences de conseil en vote doivent rendre public le code de conduite auquel ils se réfèrent et rendre compte de son application. Ils doivent rendre publiques les informations relatives à leurs modalités d'analyse et de recherche. Enfin, ils doivent prévenir et gérer les conflits d'intérêts⁴⁵.

Il est parfois reproché aux agences de conseil en vote d'être des obstacles au dialogue actionnarial⁴⁶ par leur rôle d'intermédiation. Elles refuseraient d'entretenir un dialogue avec les actionnaires et se préoccuperaient principalement de remplir les cases qu'elles se sont elles-mêmes fixées (« *box ticking* »).

Il est vrai que l'intervention de ces agences a tendance à uniformiser les pratiques des émetteurs en matière de résolutions présentées à l'assemblée générale, voire de gouvernance, pour les aligner sur les politiques habituelles des *proxy advisors*. Les émetteurs peinent en effet à faire comprendre aux *proxy advisors* des logiques différentes même si elles correspondraient mieux aux particularités de l'entreprise.

Cette tendance à l'uniformisation peut s'avérer dangereuse en éloignant les règles publiées, notamment en matière de gouvernance, des convictions profondes et des besoins de l'entreprise, avec le risque que ces règles – alors perçues comme formelles – soient contournées en pratique.

À l'évidence, les émetteurs doivent résister à cette tentation du formalisme et être prêts à défendre une approche différente si elle correspond aux convictions de l'entreprise. Comme pour toute innovation, il appartiendra alors à l'entreprise de porter une attention accrue au dialogue actionnarial pour convaincre d'une approche originale.

(iii) Le rôle des activistes

Depuis un certain nombre d'années sont apparus des actionnaires qui entendent jouer un rôle actif et s'impliquer davantage dans la stratégie de l'entreprise⁴⁷.

44. Article L. 544-3 du Code monétaire et financier, reprenant la définition de la directive SRD 2.

45. Article L. 544-4, Code monétaire et financier.

46. V. Rapport du Club des Juristes, Commission dialogue administrateurs-actionnaires, déc. 2017, *op. cit.*, p. 58.

47. On parle ici des activistes dits « longs », les activistes dits « *short* » posant des sujets particuliers et différents, extérieurs à la présente réflexion.

La tentative de définition de l'actionnaire activiste peut apparaître vaine tant un actionnaire institutionnel peut considérer nécessaire, à un moment donné, de davantage faire entendre sa voix.

La définition de l'activisme dépend curieusement de celui qui cherche à le définir.

L'activiste tend à définir son rôle de manière modeste comme l'utilisation active des droits d'actionnaires, dans une sorte d'antiphrase par rapport à un actionnaire quelconque qui serait par nature passif.

La victime présumée de l'activisme le voit comme un actionnaire cherchant à déstabiliser la société à son profit. Pour reprendre l'approche de l'Afep, il aurait, « la plupart du temps, une vision court terme et des méthodes agressives, son objectif étant essentiellement de réaliser des profits aux dépens de la création de valeur sur le long terme »⁴⁸. Il serait là encore défini par antiphrase par rapport à l'investisseur « actif » qui lui serait défini comme un investisseur qui exerce ses droits mais « respectera la gouvernance établie de l'entreprise ».

Devant ces définitions subjectives, qui montrent l'impossibilité de l'exercice, on retient que le phénomène de l'activisme a mis en lumière la nécessité d'un dialogue actionnarial actif sur la gouvernance et la stratégie de l'entreprise, abordé en amont, et inscrit dans la durée pour en faire ressortir la logique.

Les différents rapports sur l'activisme⁴⁹ ont d'ailleurs pour l'essentiel abouti à des recommandations pour promouvoir un dialogue actionnarial éclairé, équilibré et serein⁵⁰.

Dans cette perspective, il paraît essentiel que les investisseurs institutionnels s'engagent avec l'émetteur dans ce dialogue direct, qui doit pouvoir aller au-delà des sujets de gouvernance pour couvrir tous les aspects de la stratégie de l'entreprise, et n'hésitent pas à faire connaître leurs critiques dans le cadre de ce dialogue.

Ils doivent privilégier cette approche directe et l'émetteur l'encourager. Il serait en effet défavorable à l'un comme à l'autre que l'investisseur sous-traite son éventuelle frustration à des fonds dits « activistes » qui poursuivent des stratégies qui leur sont propres et peuvent être très différentes de l'intérêt de l'actionnaire institutionnel et de ses éventuels mandants.

(iv) Les actionnaires significatifs ou de contrôle

La place de Paris se caractérise par le nombre de sociétés qui ont, à leur capital, des actionnaires très significatifs, voire *contrôlants*.

Ainsi, dans son récent rapport sur le dialogue actionnarial⁵¹, l'AMF a relevé que 31 sociétés sur les 40 de son échantillon ont un ou plusieurs actionnaires importants détenant plus de 10 % du capital, et parmi ces 31 sociétés 14 (soit plus d'un tiers de l'échantillon) ont un actionnaire qui détient (seul ou de concert) 30 % ou plus du capital ou des droits de vote.

48. Position « Activisme actionnarial », déc. 2019, Association française des entreprises privées.

49. On rappellera que l'activisme « *short* » est extérieur à la présente étude.

50. V. notamment dans ce sens Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, avr. 2020.

51. AMF, « Rapport 2019 sur gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *op. cit.*, Partie 2, étude sur le dialogue actionnarial, p. 28 et s.

Certes, les sociétés dans cette situation poursuivent un dialogue actionnarial actif : « les structures de capital ne changent pas grand-chose à la nécessité du dialogue »⁵².

En revanche, la position des actionnaires significatifs est différente en matière de dialogue actionnarial dans la mesure où ces actionnaires sont généralement représentés au conseil d'administration.

Dans les sociétés contrôlées, une majorité – certes réduite – du conseil est composée d'administrateurs non-indépendants⁵³ et les actionnaires de contrôle sont toujours représentés.

Dans ce cas, par leur représentation au conseil, le ou les actionnaires significatifs participent de fait à la définition et au contrôle de la stratégie de l'entreprise.

Il n'en reste pas moins que compte tenu des règles de confidentialité des travaux du conseil d'administration – qui empêchent, ou pour le moins limitent fortement, la capacité de l'administrateur de communiquer l'information au sein de l'actionnariat auquel il est lié⁵⁴ –, l'actionnaire, qui peut également regrouper en son sein différentes sensibilités⁵⁵, souhaitera avoir un dialogue direct avec l'émetteur.

Ce dialogue devra être mené avec précaution dans la mesure où les règles d'égalité d'information et de restrictions sur la communication d'information privilégiée s'appliquent à l'actionnaire significatif, ou à l'actionnaire de contrôle, comme au dialogue avec n'importe quel actionnaire.

52. Rapport du Club des Juristes, Commission dialogue administrateurs-actionnaires, *op. cit.*, p. 47.

53. 51 % sur l'échantillon de l'AMF. On relèvera que le pourcentage minimum d'administrateurs indépendants recommandé par le Code Afep-Medef est d'au moins un tiers. On relèvera que l'échantillon de l'AMF sur-représente les grandes sociétés.

54. V. sur ce sujet A. Grumberg et F. Barrière, « Les obligations de confidentialité des administrateurs des sociétés cotées », *Décideurs juridiques*, sept. 2019 ; B. Fages, « Le devoir de discrétion de l'administrateur », *Bull. Joly S.*, avr. 2019.

55. On pense notamment aux sociétés *holdings* familiales.

GESTION PASSIVE : L'ACTIONNAIRE MIS À L'INDEX ?¹

Jean-Christophe Devouge

Avocat associé, Perchet Rontchevsky & Associés

1. Décalage des mises à jour d'indices², utilisation des mécanismes de « court-circuit »³, rôle dans le déploiement des mesures de soutien⁴, le contexte particulier de forte volatilité liée à la crise du Covid-19 a souligné les enjeux particuliers qui s'attachent au marché des fonds indiciels, « *exchange traded funds* » (« ETF ») ou « *trackers* », véhicules d'investissements cotés qui visent à répliquer un indice de référence⁵ et dont les échanges, au commencement de la crise, ont représenté jusqu'à près de 37 % du total des transactions sur les marchés américains⁶.

2. La croissance de ces fonds a en effet été spectaculaire depuis leur création au cours des années 1990 au point que l'ordre de grandeur des chiffres peut faire craindre qu'ils n'en deviennent abstraits⁷. Derrière ce développement, le succès d'une formule de gestion : la gestion passive ou indicielle. Par ce type de gestion, la propriété d'une action par un fonds indiciel ou un ETF répond à l'objectif principal de reproduire le plus fidèlement possible (et non de dépasser) les performances d'un indice précis – CAC 40 par exemple – par le biais d'un portefeuille composé de l'ensemble des titres de l'indice ou d'un échantillon de ces titres⁸.

1. L'auteur remercie Catherine Elvinger et Alex Lecœur pour leur assistance.

2. Ph. Stafford, T. Stubbington et R. Henderson, « *Fragile markets prompt providers to leave benchmarks unchanged* », *Financial Times*, 26 mars 2020.

3. Mécanisme mis en place sur Euronext Paris pour contenir le risque d'écartement important entre le prix négocié de l'ETF et la valeur liquidative.

4. A. Massa et C. Melby, « *In Fink We Trust : BlackRock Is Now Fourth Branch of Government* », Bloomberg, 21 mai 2020.

5. Les ETF peuvent également être à gestion active. Pour des précisions techniques sur ces fonds, en particulier les mécanismes de création et de destruction de parts, voir A. Cousin et J. Albert, « Les fonds ETF, structures d'investissement novatrices », RDBF n°6, novembre 2000 et AMF, « Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques – le cas du marché français », étude févr. 2017.

6. BlackRock, *Annual Report* 2019.

7. B. Bouchaud, « La gestion passive atteint de nouveaux sommets en Europe », Les Échos, 8 janv. 2020, citant un montant d'encours des ETF européens dépassant fin 2019 les 1.000 milliard de dollars.

8. Schématiquement, deux modes de réplifications peuvent être utilisés : la réplification physique (majoritaire) qui consiste pour le gérant à sélectionner un portefeuille des titres composant l'indice de référence dans les proportions adéquates, ou représentatif de cet indice ; ou la réplification synthétique qui permet de reproduire la performance de l'indice via l'utilisation de *swaps* de performance. Voir pour une présentation plus détaillée, AMF, « Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques – le cas du marché français », *op. cit.*

Avantages pour les clients : la possibilité de délimiter facilement leur exposition à une classe d'actifs précis à travers le choix d'un indice, une performance quasi-alignée avec celui-ci, des frais modestes (« *low cost* ») et une liquidité élevée permise par la cotation de ces véhicules.

3. Premiers bénéficiaires de cet essor sans précédent : un nombre restreint de fournisseurs d'indices et de gestionnaires d'actifs. MSCI, FTSE Russell et S&P Global contrôlent ainsi plus de 80 % du marché des revenus des indices actions pour un marché total des indices évalué à 3,5 milliards de dollars⁹. Le marché des ETF est quant à lui concentré entre les mains de trois acteurs principaux – les « *Big Three* » comme les désigne la littérature américaine non sans un certain écho aux acteurs de la « *Big Tech* » – à savoir les sociétés de gestion BlackRock, Vanguard et State Street qui concentraient 60 % du marché mondial à la fin 2018¹⁰, le paysage européen étant un peu plus disputé avec la présence notable de certains acteurs français, Amundi et Lyxor¹¹. Leader du segment, BlackRock – par l'intermédiaire de sa filiale iShares – gère ainsi environ 800 fonds ETF pour un encours de près de 1 900 milliards de dollars¹².

4. Tendance émergente et puissante, la gestion passive interpelle. Revers de leur gigantisme, les « *Big Three* » sont ainsi désormais associés à tous les travers de la finance, non d'ailleurs sans un certain « sensationnalisme »¹³ et une certaine ambiguïté, leur inaction étant autant critiquée que leur influence¹⁴. Projetée sur la scène géopolitique, la gestion passive devient également un enjeu dans la lutte d'influence entre les États-Unis et la Chine¹⁵. Le phénomène suscite également une attention croissante sur le plan académique. Les économistes d'abord, sont attentifs à la dimension qu'il a acquise et à son impact potentiel en termes de stabilité financière¹⁶, s'agissant en particulier du rôle des ETF sur la liquidité des sous-jacents et leur volatilité¹⁷. Les juristes aussi, avec en « première ligne » les spécialistes du droit financier, régulateurs compris, appréhendent cette montée en

9. B. Bouchaud, « Les fournisseurs d'indices mènent la danse à Wall Street », Les Échos, 21 janv. 2020.

10. European Systemic Risk Board (ESRB), *Reports of the Advisor Scientific Committee*, « Can ETFs contribute to systemic risk ? », n° 9, juin 2019.

11. Morningstar, *A Guided Tour of the European ETF Marketplace*, 24 avr. 2019.

12. <https://www.blackrock.com/us/individual/education/ishares-etfs>.

13. V. en particulier le « saccage » du siège parisien de BlackRock le 10 février 2020.

14. D. McLaughlin et A. Massa, « *The Hidden Dangers of the Great Index Fund Takeover* », Bloomberg, 9 janv. 2020.

15. L'inclusion d'actions de sociétés chinoises dans certains indices majeurs, avec comme conséquence en particulier que les titres de ces sociétés puissent bénéficier de l'afflux de capitaux gérés de manière passive, suscite ainsi d'importantes polémiques outre-Atlantique (V. par exemple L. Pochard, « L'Administration Trump contraint un fonds fédéral à renoncer aux actions chinoises », L'Agefi, 19 mai 2020).

16. « *The Stockmarket is now run by computers, algorithms and passive managers* », *The Economist*, 5 oct. 2019.

17. European Systemic Risk Board (ESRB), *Reports of the Advisor Scientific Committee*, « Can ETFs contribute to systemic risk ? », *op. cit.*

puissance principalement sous l'angle « prudentiel », problématique cruciale pour des produits ouverts aux particuliers¹⁸.

5. Autre domaine impacté par cette croissance : l'actionnariat des sociétés cotées. Accompagnant l'essor de ce mode de gestion, BlackRock et Vanguard figurent ainsi aujourd'hui parmi les cinq premiers actionnaires du CAC 40, aux côtés des familles Arnault, Bettencourt Meyers et de l'État¹⁹. Entre 2012 et 2018, la participation globale des fonds passifs dans cet indice a ainsi plus que doublé, passant de 3 % à 6,6 %²⁰. Si ces chiffres peuvent sembler relativement modestes, de nombreux observateurs anticipent toutefois un rattrapage des marchés américains où la participation cumulée des « *Big Three* » représente aujourd'hui près de 20 % du capital des sociétés du S&P 500²¹. Rien n'indique en tout état de cause que cette tendance devrait se tarir.

6. Cette transformation agite les esprits et suscite d'importants travaux. La transversalité des participations (« *common ownership* ») détenues par ces « nouvelles pieuvres »²², y compris au capital de sociétés d'un même secteur, fait ainsi l'objet de vives controverses en droit de la concurrence. Sur le plan du droit des sociétés, l'impact de la gestion passive fait également l'objet d'une littérature abondante, essentiellement outre-Atlantique, et particulièrement sur les problématiques de gouvernance qu'elle soulève, sans qu'une appréciation unanime ne semble émerger²³. À ce propos, une précision sémantique s'impose sans doute. La « passivité » qui caractérise les gérants « passifs » renvoie en effet d'abord à une technique de gestion, qui derrière son apparente simplicité dissimule en réalité un « processus très sophistiqué »²⁴. Que cette passivité puisse jouer sur leur degré d'implication en tant qu'actionnaire – quitte à considérer par extension et par commodité de langage qu'il s'agit également d'actionnaires « passifs » – est une chose, sur laquelle on reviendra, mais ces gérants, comme les autres, sont soumis à un régime juridique

18. AMF, « Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques – le cas du marché français », 2017, *op. cit.* ; R. Ophèle, « Gestion active, gestion passive, où en est-on ? », Université d'été de l'Asset Management, Paris Dauphine, 30 août 2018.

19. Euronext, « *Who are the CAC 40 and SBF 120 shareholders ?* », 14 janv. 2020.

20. *Ibid.*

21. Lazard, *Annual Review of Shareholder Activism*, janv. 2020.

22. E. Conesa, « BlackRock, Blackstone... : les nouvelles pieuvres de Wall Street », Les Échos, 6 févr. 2020.

23. Par exemple, D. Shapiro Lund, « *The Case Against Passive Shareholder Voting* », Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, 2017, p. 846 ; J. E. Fisch, A. Hamdani et S. Davidoff Solomon, « *The New Titans of Wall Street : A Theoretical Framework for Passive Investors* », 2019, Faculty Scholarship at Penn Law, n° 17, 2020 ; L. A. Bebchuk et S. Hirst, « *Index Funds and the Future of Corporate Governance : Theory, Evidence, and Policy* », Columbia Law Review, vol. 119, déc. 2019, pp. 2029-2146.

24. <https://www.vanguardfrance.fr/portal/site/institutional/fr/fr/articles/research-and-commentary/portfolio-construction/indexing-harder-than-it-looks>.

ad hoc – et récemment renforcé²⁵ – les « contraignant » en particulier, et sauf explications, à voter en assemblée ou leur imposant des obligations particulières en termes d'engagement actionnarial et de transparence²⁶. Au-delà de son impact sur le gouvernement d'entreprise, l'essor de la gestion passive suscite également certaines réflexions quant à ses conséquences en termes de droit boursier, particulièrement en Allemagne²⁷, l'influence parfois déstabilisante des fonds passifs ayant pu être mise en avant à l'occasion d'opérations majeures de rapprochement²⁸.

7. En France, cette « révolution en marche » suscite un intérêt si ce n'est plus mesuré, en tout cas moindre qu'un autre phénomène – sans doute lié –, l'activisme²⁹. S'il fallait avancer des hypothèses, une première explication pourrait en être « sociologique », fondée par une certaine étanchéité entre les professionnels du droit financier (au sens de la gestion collective) et ceux du droit des sociétés. Une autre pourrait en être un certain sentiment de « déjà vu », les perturbations apportées par la gestion passive n'étant alors considérées que comme le prolongement de cette « mutation fondamentale de l'actionnariat »³⁰ enclenchée par la gestion collective au sens large et que la gestion passive – s'inscrivant dans un « écosystème » et un cadre juridique quasi-identiques³¹ – ne ferait qu'accentuer. Par les questions qu'elle soulève, certaines inédites, la gestion passive semble toutefois constituer une étape nouvelle et décisive dans ce processus de transformation (**I.**).

25. En lien avec la transposition de la directive (UE) n° 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (« Directive *Droit des actionnaires* »).

26. Voir en particulier pour ce qui concerne le droit français l'article L. 533-22 du Code monétaire et financier et les exigences qu'il contient en termes de politique d'engagement actionnarial des sociétés de gestion. Selon l'enquête *Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion – Données 2019* menée par l'Association Française de la Gestion Financière (« AFG ») les sociétés de gestion de portefeuille « exercent effectivement leurs droits de vote pour 78 % de leurs actions cotées en portefeuille » (<https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2020/05/2020-05-etude-exercice-droit-des-votes-2019.pdf>).

27. L. Dobmeier, R. Lavrova et B. Schwetzler, « *Index fund and ETF ownership and the German market for corporate control* », Leipzig Graduate School of Management, 21 août 2019.

28. V. en particulier le rachat de Stada AG par les fonds Bain Capital et Cinven (2017) ou encore le rapprochement entre les sociétés Praxair et Linde AG (2018).

29. V. les différents rapports publiés sur cette problématique : Rapport d'information enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 2 octobre 2019 et élaboré par la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial, avec pour co-rapporteurs MM. Éric Woerth et Benjamin Dirx ; Rapport du Club des Juristes « Activisme actionnarial », novembre 2019, groupe présidé par M. Michel Prada, avec pour rapporteur Me. Benjamin Kanovitch ; Position « Activisme actionnarial », décembre 2019, Association française des entreprises privées ; Groupe de travail « Gouvernance actionnariale et pratique de marché », 6 janvier 2020, Paris Europlace ; et dernièrement Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, avr. 2020.

30. Ph. Bissara, « Les mutations de l'actionnariat et le fonctionnement des sociétés cotées », *Mélanges Schmidt*, Joly 2005, p. 61 cité par I. Parachkévova, « Les obligations des fonds d'investissement au sein des sociétés cotées », *Rev. des soc.* 2015, p. 75.

31. On notera cependant la possibilité par exemple pour les OPCVM indiciels de bénéficier de ratios dérogatoires (article R. 214-22 du Code monétaire et financier).

Avec pour conséquence une déstabilisation, certes, sans doute encore plus marquée de la notion d'actionnaire (**II.**), mais également des perspectives nouvelles (**III.**).

I. UN PAS SUPPLÉMENTAIRE DANS LA « FRAGMENTATION » DE L'ACTIONNAIRE

8. Si bien sûr la Veuve de Carpentras n'est plus la norme en matière financière, la qualité d'actionnaire couvrant une réalité de plus en plus complexe, la gestion passive obscurcit, atomise même cette notion, la dissociant entre plusieurs participants, chacun apportant sa pierre, parfois originale, à son édification. Empruntant à la terminologie portée par le Taylorisme en matière d'organisation du travail, non sans raison compte-tenu de cette « industrialisation »³² de l'actionnariat qu'a précipitée l'intermédiation financière, on constate en effet que la gestion passive parachève cette « division » de l'actionnaire que la gestion collective a amorcée, avec l'émergence de figures nouvelles (les fournisseurs d'indices) ou renouvelées (les investisseurs).

9. **Une chaîne d'intermédiation déjà complexe.** – La gestion passive s'inscrit en effet dans le sillage de la gestion collective et de la « chaîne d'intermédiation actionnariale »³³ que celle-ci a contribué à développer. Comme maillon central de cette chaîne, se trouvent les sociétés de gestion elles-mêmes, actionnaires en nom par l'intermédiaire des fonds dont elles assurent la gestion. Par souci de simplification, elles apparaissent comme les récipiendaires naturels de la qualité d'actionnaire, car leur est en principe³⁴ confiée la tâche d'exercer les droits attachés aux titres détenus par les fonds. Cette présentation, qui a le mérite de la clarté, doit cependant être nuancée sur le plan juridique car ces sociétés de gestion ne sont pas propriétaires des actions en cause³⁵. En outre, une même société de gestion peut agir en tant qu'actionnaire au nom de plusieurs fonds dont l'alignement d'intérêts n'est pas acquis. À côté de ces sociétés de gestion, il faut souligner le rôle des agences de conseil en vote (« *proxy advisors* »), professionnels de la gouvernance pouvant assister les gérants pour l'expression de leurs « droits politiques » d'actionnaire – principalement les votes en assemblée générale – dont ils ont la charge, véritable gageure pour des fonds ayant des portefeuilles très diversifiés et pouvant représenter jusqu'à plusieurs centaines de sociétés réparties dans le monde entier³⁶.

32. R. Belinga, « L'engagement actionnarial : de l'industrialisation de l'actionnariat à l'expression de nouvelles responsabilités » (thèse), Gestion et management, PSL Research University, 2018.

33. *Ibid.*

34. Sauf demande expresse de clients de garder le contrôle sur les droits de vote, comme par exemple certaines déclarations de franchissements de seuils le précisent.

35. La propriété pouvant être, en fonction des modalités de structuration, soit celle du fonds concerné, soit celle des porteurs de parts alors « copropriétaires ».

36. Sur le rôle de ces professionnels et leur régulation européenne basée sur la transparence et un encouragement à se référer à un code de conduite, voir en particulier le discours de R. Ophèle, « *Corporate governance and shareholders engagement : the new normal conference* », Conférence Droit & Croissance, 18 oct. 2019.

10. Une figure des investisseurs transformée. – En amont de cette chaîne, se trouve la figure des investisseurs, « clients » des sociétés de gestion. Classique, celle-ci contribue pourtant à un certain caractère « disruptif » de la gestion passive, et ce pour trois raisons. D'abord, parce que c'est le succès croissant de cette formule auprès des investisseurs qui explique la montée en puissance de certains gérants, transformés en véritables « plateformes », portes d'accès privilégiées des investisseurs aux marchés, qu'il s'agisse d'ailleurs d'investisseurs institutionnels ou de particuliers. En second lieu, parce qu'à rebours d'investissements « immobilisés », ces derniers sont cotés et liquides, avec pour conséquence que les investisseurs peuvent en principe à tout moment décider d'un changement d'allocation de leurs capitaux. Enfin, par le cadre spécifique et resserré des rapports entre gérants et investisseurs qu'elle dessine, concentrés sur l'objectif assigné au gérant de répliquer le plus près possible la performance de l'indice sélectionné par les investisseurs.

11. Le rôle pivot des fournisseurs d'indices. – Cette « fragmentation » de l'actionnaire franchit enfin une étape supplémentaire avec le rôle pivot joué par les fournisseurs d'indices (« *index providers* »), propriétaires des indices qu'ils élaborent et mettent à jour, octroyant des licences permettant la structuration des fonds dont l'objet sera de dupliquer la performance des indices concernés. Loin d'être des acteurs « passifs », ces derniers jouent un rôle crucial qui passe généralement, à tort sans doute, au second plan par rapport à celui des gérants. La gestion passive aboutit *in fine* en effet, même si des nuances peuvent exister, à externaliser auprès de l'« *index provider* », le choix et la durée des investissements des gérants, ce qui ne va pas sans rappeler une certaine forme de « délégation »³⁷. L'importance de ces professionnels, qui font l'objet d'une réglementation spéciale au niveau européen³⁸, se constate particulièrement sur deux niveaux. D'une part, dans la constitution des indices eux-mêmes, ces derniers étant de plus en plus ciblés et « qualitatifs », en ce sens que leur établissement a également pour rôle d'inciter les entreprises à modifier leur comportement (indices liés à l'investissement socialement responsable par exemple³⁹). D'autre part, dans les règles encadrant la modification de leurs compositions. Ces mises à jour des indices (« *index rebalancing* »), qui se traduisent par des entrées / sorties de sociétés dans la composition des indices, peuvent en effet provoquer des mouvements très importants de capitaux car elles sont potentiellement déterminantes du comportement des gérants passifs. Pour prendre un exemple, en cas de remplacement par Euronext d'une société du CAC 40, tous les « *trackers* » suivant cet indice et exposés à la valeur sortante

37. V. en particulier sur cette question et, plus largement, sur une présentation exhaustive du rôle et des différents indices et la part – même résiduelle – d'arbitraire dans leurs modalités : Z. Robertson Adriana, « *Passive in Name Only : Delegated Management and "Index" Investing* », *Yale Journal on Regulation*, vol. 36, 2019.

38. V. en particulier, règlement (UE) n° 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement (Règlement dit « *benchmark* »).

39. Avec à la clé une grande importance des méthodologies suivies et de *reporting* qu'elles impliquent pour les émetteurs.

devront mécaniquement déboucler leur position sur celle-ci. Compte-tenu de cet enjeu, les conditions et les modalités des mises à jour des indices⁴⁰ – et la marge d'arbitraire même résiduelle dont peuvent bénéficier à cet effet les fournisseurs d'indices – deviennent un point d'attention croissant, tant d'ailleurs pour les gérants passifs que potentiellement pour les porteurs de parts⁴¹ et les sociétés concernées.

II. UN ACTIONNAIRE OBÉISSANT À UNE LOGIQUE ATYPIQUE

12. Se basant sur une logique d'actionnaire des gérants passifs qui serait presque « hors sol » car structurellement détachée des sociétés de leurs portefeuilles, l'ascension du phénomène interpelle et suscite des propositions, parfois radicales.

13. **Des actionnaires « passifs » par essence ?** – En adoptant l'angle d'approche du gérant passif, la décision d'investir – et de désinvestir – dans une société, aussi complexe soit-elle, est motivée par un critère principal, celui de la duplication d'un indice. Concentré sur cette mission, laquelle nécessite une réelle ingénierie financière, le gérant passif ne devrait donc avoir aucune incitation pour s'intéresser, ni encore moins s'impliquer, dans la gouvernance des sociétés de son portefeuille, *a fortiori* lorsqu'elles sont plusieurs milliers. Autrement dit, la rationalité de son action se situerait sur un « plan » découplé des émetteurs car construit autour et à partir des indices de référence, le gérant agissant comme un « autopilote », indifférent aux particularismes éventuels des sociétés dans lesquels il investit. Si dans l'univers des sociétés cotées la notion d'*affectio societatis* a déjà perdu de sa vigueur, elle semble faire figure, dans un tel « système », de complet anachronisme. En outre, la rémunération du gérant est assise sur la valeur globale du portefeuille des fonds, et donc non construite autour de la « délivrance » d'un rendement particulier. Assumerait-il d'ailleurs cette implication que son modèle économique pourrait être en risque car, dans un univers où les performances « absolues » (l'écart par rapport aux indices) entre les gérants sont sinon identiques, du moins très proches, la compétition se joue en effet beaucoup sur les frais, et donc sur les coûts, que de plus grandes diligences vis-à-vis des sociétés du portefeuille accroîtraient inévitablement. À raisonner de manière individuelle, on pourrait même douter de la portée opératoire d'une telle implication, les participations concernées – appréciées individuellement – demeurant encore modestes⁴². L'affaire semble donc être entendue et la « passivité » de ces gérants consacrée.

40. Dont les méthodologies sont d'ailleurs plus ou moins détaillées selon les fournisseurs concernés (V. Z. Robertson Adriana, « *Passive in Name Only : Delegated Management and "Index" Investing* », *op. cit.*).

41. En pratique, les prospectus d'ETF contiennent des « *disclaimers* » pour prévenir toute mise en jeu de la responsabilité du fournisseur d'indices.

42. Au niveau européen en particulier, les participations médianes de BlackRock et de Vanguard s'élèvent respectivement à 2.72 % et 2.53 % (BlackRock, « *Europe's listed companies : their governance, shareholders and votes cast* », ViewPoint, févr. 2020).

14. **Une montée en puissance inédite.** – De ce point de vue, et même si la gestion passive n'absorbe pas encore, loin s'en faut, l'intégralité de l'actionnariat des sociétés cotées, sa « massification » suscite des préoccupations. Pour les « tenants » de la passivité intrinsèque de ces actionnaires, la dimension du phénomène serait en effet désormais telle que cette posture de « passager clandestin » qui serait la leur, en plus d'être intrinsèquement critiquable – car à rebours des meilleurs « standards » en termes de gouvernance –, ne serait plus tenable, posant une difficulté quasi structurelle. Avec une telle part d'actionnaires de premier plan ne jouant pas réellement leur rôle de contrepouvoir – ce qui se manifesterait en particulier par un vote au niveau de chaque société quasi systématiquement aligné sur les propositions du *management*⁴³ –, les équipes de direction des sociétés concernées verraient ainsi leur position renforcée, trouvant à travers ces actionnaires incontournables et accommodants un point d'appui conséquent, permanent et aisément malléable. La montée en puissance des fonds passifs atteindrait même la conduite des procédures organisant la prise de contrôle des sociétés cotées, à commencer par les offres publiques, des questions émergeant sur le rôle potentiellement dissuasif que représenterait une présence importante de gérants passifs au capital⁴⁴ ou, au contraire, sur le risque que constituerait leurs réseaux de participations croisées, terreau favorable aux conflits d'intérêts⁴⁵. L'essor de l'activisme, autre phénomène déstabilisateur dans la gouvernance, ne serait pas non plus sans lien avec le phénomène décrit, venant en quelque sorte « compenser » sur le plan de l'expression actionnariale le désintérêt qui serait celui des gérants passifs.

15. **Vers une remise en cause de la conception unitaire de l'actionnaire ?** – Prenant appui sur cet état des lieux, certaines propositions ont été formulées, notamment aux États-Unis, pour « neutraliser » les droits de vote de ces « actionnaires »⁴⁶, souhaitant en quelque sorte tirer toutes les conséquences de leur « passivité » intrinsèque. Dans une démarche presque inverse, le poids grandissant des gérants passifs – synonyme de potentiel pouvoir – et leur rôle quasi-systémique pourrait également renouveler, au moins à leur égard, certains appels suggérant la

43. J. Fichtner, E. M. Heemskerk et J. Garcia-Bernardo, « *Hidden power of the Big Three ? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk* », Cambridge University Press, 25 avr. 2017.

44. Cf. *infra*.

45. V. en particulier A. Hamdani et S. Davidoff Solomon, « *The New Titans of Wall Street : A Theoretical Framework for Passive Investors* », *op. cit.* rappelant notamment l'argumentation développée par certains plaideurs s'opposant à la fusion entre les sociétés américaines Tesla et SolarCity, contestant particulièrement le vote au niveau de l'absorbante (Tesla) des investisseurs institutionnels également présents au capital de l'absorbée (SolarCity), mais soulignant qu'une telle situation, si elle complique potentiellement le vote pour les investisseurs concernés, est néanmoins résolue par l'exigence pour ces derniers d'agir dans l'intérêt de leurs porteurs.

46. D. Shapiro Lund, « *The Case Against Passive Shareholder Voting* », *op. cit.*, proposant une suppression des droits de vote de ces acteurs ou leur dévolution directe aux porteurs de parts ; M. Lefkort Maurice, « *A Proposed Solution to the Index Fund Free Rider Problem* », Wharton Magazine, 8 juin 2018, proposant une affectation des voix des fonds indiciels au prorata des autres actionnaires.

consécration d'un « devoir de loyauté »⁴⁷ des fonds d'investissement compte-tenu de leur influence⁴⁸. Tandis que le droit de vote de l'actionnaire est en principe libre, l'intérêt subjectif de ces acteurs – et donc celui des porteurs – devrait être ainsi soumis à l'intérêt social, notamment lorsqu'il s'agit de l'exercice de leurs droits de vote. La démarche apparaît cependant épineuse. L'agglomération des « gérants passifs », si elle permet une approche sans doute relativement simple du phénomène, devient en effet plus problématique lorsqu'elle sert à fonder des mesures prescriptives ou restrictives, ces intervenants, y compris les membres du « *Big Three* », ne représentant pas, loin s'en faut, un « monobloc » et n'ayant individuellement qu'une influence limitée. Sur un plan plus « fondamental », une telle approche, en plus de briser l'égalité actionnariale, suscite également une certaine gêne car elle sous-entend, par opposition à ces acteurs « passifs » qui votent pourtant, une figure presque idéalisée, quasi moralisatrice, de l'actionnaire « actif », avec le risque d'ouvrir une boîte de Pandore dont les effets dépasseraient largement la seule sphère des fonds passifs. De ce point de vue, l'intérêt des porteurs semble sans doute encore la « boussole » la plus efficace, le droit des sociétés « classique » n'étant en outre pas sans ressources, le droit de vote de l'actionnaire même minoritaire pouvant être encadré à travers la figure de l'abus.

16. La question des offres publiques. – La « passivité » de ces nouveaux acteurs suscite également des interrogations sur le plan du droit boursier. En Allemagne notamment, la forte présence de fonds passifs au capital de sociétés cibles d'offres publiques a pu être considérée comme un élément impactant négativement les perspectives pour l'initiateur d'une offre d'atteindre le seuil minimum de réussite de l'offre⁴⁹. En cause, la circonstance que ces fonds pourraient être contraints de jouer l'attentisme en n'apportant pas leurs actions à l'offre tant que la société cible fait partie de l'indice de référence qu'ils répliquent, la circonstance qu'une part importante du capital de la cible soit ainsi *de facto* « immobilisée » n'étant évidemment pas sans incidences sur les chances de réussite de l'offre, avec à la clé un effet potentiellement dissuasif. De là à encadrer, ou plutôt aiguiller, l'apport de ces fonds de leurs actions, décision en principe libre⁵⁰ et en tout état de cause

47. Pour une analyse des devoirs de l'actionnaire et en particulier son éventuel devoir de loyauté, voir en particulier G. Terrier, « Les devoirs de l'actionnaire et le droit des sociétés », *Gaz. Pal.*, 2016, hors-série n° 2, p. 24.

48. I. Parachkévova, « Les obligations des fonds d'investissement au sein des sociétés cotées », *op. cit.*

49. Tout particulièrement lors du rapprochement entre les géants gaziers allemands et américains Linde et Praxair, fragilisé notamment par les difficultés techniques rencontrées par certains fonds indiciels – représentant entre 10 % et 13 % du capital de Linde – d'apporter leurs titres à l'offre publique d'échange déposée par Praxair, difficultés reprises par l'initiateur pour justifier initialement un mécanisme original d'apport à l'offre des actions détenues par ces fonds puis une réduction du seuil minimum de réussite de son offre de 75 % à 60 %.

50. V. en particulier CA Paris, pôle 5, ch. 7, 12 janv. 2017, n° 16/17607, *Foncière de Paris*, soulignant en matière d'apport à une offre publique, alors même que les actionnaires en cause de la société cible – investisseurs institutionnels – étaient également d'un des initiateurs à qui ils préféreraient apporter leurs titres, que « ces actionnaires étant dans ce domaine seuls juges de leurs intérêts et pouvant librement se déterminer, sans avoir à justifier de la pertinence ou du bien-fondé de leur choix ».

régulée par la nécessité pour ces acteurs d'agir dans l'intérêt des porteurs⁵¹, il n'y a qu'un pas qu'on ne se hasarderait toutefois pas à franchir. Cette question, qui se rattache également à la problématique plus large de mise à jour des indices en cas d'événements affectant la vie des entreprises (opérations de rapprochement notamment) doit être par ailleurs doublement nuancée. D'abord parce qu'il est sans doute trop réducteur de faire peser sur ces acteurs seuls les difficultés pour un initiateur d'atteindre le seuil de réussite de son offre⁵², *a fortiori* lorsque les opérations en cause ont pu faire l'objet d'un accueil parfois mitigé du marché, avec en particulier des contestations d'activistes⁵³. Ensuite parce que certains fonds « passifs », même confrontés à une telle situation, peuvent se montrer « flexibles » et apporter tout ou partie de leurs actions à l'offre⁵⁴. Enfin parce que d'autres facteurs peuvent expliquer l'immobilisme de certains fonds, par exemple des contraintes fiscales ou réglementaires spécifiques. Dans un contexte marqué par une certaine désaffection pour les offres publiques⁵⁵, ce potentiel nouvel écueil mérite toutefois une particulière attention, certaines voix estimant en outre que la présence importante de fonds indiciels au capital est un facteur susceptible d'accroître l'intervention de fonds arbitragistes⁵⁶.

III. UN ACTIONNAIRE DÉVELOPPANT UNE FORME NOUVELLE D'INFLUENCE, OU DU « MÉTA-ACTIONNAIRIAT » À LA « MÉTA-GOUVERNANCE »

17. À rebours de cette vision d'actionnaires passifs, une autre vision défend cette fois le rôle clé joué par ces acteurs dans la gouvernance des sociétés cotées, reposant d'une part sur leur rôle de vigie de l'intérêt à long terme des entreprises et d'autre part sur la forme originale de leur influence.

51. Le Règlement de déontologie de l'AFG précise ainsi (§36) qu'« en cas d'Offre Publique d'Achat ou d'Offre Publique d'Échange, le gestionnaire est libre de la décision qu'il juge la meilleure dans l'intérêt des porteurs. Il peut en conséquence apporter en tout ou en partie, ses titres à l'offre, les conserver ou les vendre sur le marché. Étant donné l'importance et les conséquences éventuelles de la décision, la notion d'intérêt des porteurs doit être appréciée en conscience et soigneusement pesée ».

52. Outre leurs participations individuelles limitées, on relèvera également de manière incidente que s'agissant au moins des plus grands gérants, ces derniers précisent s'opposer à titre de politique générale à l'introduction de dispositifs anti-OPA dans les sociétés dont ils sont actionnaires.

53. Cas des opérations Stada / Cinven et Praxair / Linde.

54. L. Dobmeier, R. Lavrova et B. Schwetzler, « *Index fund and ETF ownership and the German market for corporate control* », *op. cit.* évoquant un apport de leurs actions par 25 % en moyenne des fonds indiciels, étant souligné que les gérants peuvent également choisir des stratégies marquées par une certaine « neutralité » en n'apportant qu'une quote-part de leurs titres de façon à ne pas perturber le « jeu du marché ».

55. EY, « 11^e Observatoire des Offres Publiques », 14 janv. 2020.

56. L. Dobmeier, R. Lavrova et B. Schwetzler, « *Index fund and ETF ownership and the German market for corporate control* », *op. cit.*

18. **Les gardiens du long terme.** – Certains observateurs⁵⁷ – à commencer par les grands gérants eux-mêmes⁵⁸ – s’inscrivent en effet en opposition avec la conclusion selon laquelle ces acteurs sont des actionnaires « passifs ». D’abord parce qu’en pratique ce désintéressement immédiat doit être contrebalancé par le devoir du gérant d’agir dans l’intérêt de ses investisseurs⁵⁹, lequel implique sans doute un certain niveau d’attention quant au suivi des investissements effectués et qui se traduit par des exigences particulières en termes d’exercice des droits de vote au niveau des sociétés de portefeuilles⁶⁰. Ensuite et plus fondamentalement, parce que cet actionnaire d’un nouveau type ne maîtrise pas directement la temporalité de son investissement, qui demeure encore une fois corrélée à titre principal à l’indice. Le gérant-passif ne peut ainsi « voter avec ses pieds » et liquider sa position à sa discrétion, pour des motifs « politiques » ou même purement spéculatifs. Or cette circonstance que ces acteurs soient « collés » avec les entreprises composant les indices pour une durée indéterminée, que celles-ci soient performantes ou non, serait en fait un facteur décisif – et distinctif – les incitant à veiller particulièrement à ce que les entreprises dans lesquelles ils détiennent des titres agissent dans le meilleur intérêt des investisseurs à long terme. En résumé, si les membres du « *Big Three* » ou les autres gérants passifs n’ont *a priori* pas d’intérêt particulier à s’intéresser à chacune des problématiques individuelles des sociétés d’un indice, ils ont cependant intérêt, notamment vis-à-vis de leurs investisseurs, à ce que les performances globales de ces sociétés s’améliorent, ce qui se refléterait logiquement dans la performance de l’indice et donc des fonds les dupliquant.

19. **Une expression « centralisée », condition et limite de cette influence.** – Pour être exercée, une telle influence suppose toutefois de résoudre une difficulté que l’approche « macro » de la gestion passive tend à estomper. En effet et comme rappelé plus haut, une même société de gestion peut servir de « paravent » à plusieurs fonds qui peuvent tout à fait se retrouver actionnaires des mêmes sociétés, tant il est possible que des sociétés fassent partie de plusieurs indices, avec potentiellement le concours d’autres véhicules suivant des stratégies « actives ». Face à un tel éparpillement, toute velléité d’influence de la société de gestion suppose une « centralisation » effective de l’expression de ces différents véhicules, centralisation qui est d’ailleurs présumée dans certaines situations avec en particulier une agrégation des différentes participations pour les besoins des déclarations de franchissements de seuils⁶¹. Dans certaines hypothèses cependant, cette agrégation pourrait entrer en tension avec l’obligation de ces acteurs « d’agir

57. V. en particulier A. Hamdani et S. Davidoff Solomon, « *The New Titans of Wall Street : A Theoretical Framework for Passive Investors* », *op. cit.*

58. Les fonds indiciels sont le meilleur espoir pour la gouvernance d’entreprise (« *index funds are the best hope for corporate governance* ») résume ainsi le fondateur de Vanguard, Jack Bogle.

59. Article L. 533-22-2-1, al. 1^{er}, Code monétaire et financier : « les sociétés de gestion de portefeuille agissent d’une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des investisseurs ».

60. N. Cuzacq, « Le vote des gestionnaires d’OPCVM », *Rev. des soc.*, 2006, p. 491.

61. V. en particulier l’article L. 214-8-9 al. 1 du Code monétaire et financier (« La société de gestion est tenue d’effectuer les déclarations prévues aux articles L. 225-126 et L. 233-7 du Code

au mieux »⁶² dans l'intérêt des porteurs de parts, appréciée potentiellement distinctement selon les véhicules concernés. Sur ce plan et sur la base des données publiques (expression des votes notamment), si les géants du secteur s'expriment effectivement le plus souvent de manière cohérente, quelques nuances peuvent toutefois exister, en rappel de cette « boussole » que constitue l'intérêt des porteurs⁶³. Sous cette réserve, cette centralisation de l'expression de ces acteurs est en tout état de cause légitime au regard des problématiques particulières à propos desquelles ces derniers se positionnent prioritairement.

20. **Le « *stewardship* » et l'engagement.** – Passifs mais pas inactifs, les spécialistes de la gestion passive ont en effet développé une forme originale d'influence. Développée hors du cadre du droit des sociétés, celle-ci repose sur une méthode pragmatique, adaptée au poids individuel limité de ces acteurs au capital des sociétés cotées et de leur optique de (très) long terme, que l'univers des investisseurs institutionnels – en particulier anglo-saxons⁶⁴ – a développée, le « *stewardship* ». Conçue comme la transposition, en termes d'« engagement actionnarial », des obligations de ces actionnaires envers leurs investisseurs, cette méthode vise à promouvoir un dialogue direct avec l'émetteur⁶⁵, avec une exposition limitée (ces acteurs affirmant en toute transparence ne pas souhaiter être représentés au sein des organes de gouvernance⁶⁶) et une capacité d'influence concentrée sur des problématiques que l'on pourrait qualifier de « transversales » mais dont l'importance gagne en puissance, principalement liées à des enjeux de gouvernance (rémunérations des dirigeants, diversification des conseils d'administration, etc.) ou à la thématique de l'investissement socialement responsable⁶⁷, thématique qui résonne particulièrement dans le contexte de la gouvernance des sociétés françaises⁶⁸. Comme le résume le CEO de BlackRock, Larry Fink, « *our aim is not to micromanage a company's operations [...] our primary focus is to ensure board accountability for creating long-term value* »⁶⁹.

de Commerce, pour l'ensemble des actions détenues par les fonds communs de placement qu'elle gère »).

62. Article L. 533-22-2-1, al. 1^{er}, Code monétaire et financier.

63. J. Fichtner, E. M. Heemskerk et J. Garcia-Bernardo, « *Hidden power of the Big Three ? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk* », *op. cit.*

64. V. en particulier, K. Sergakis, « Le Stewardship Code : lumière d'Outre-Manche sur les activités des investisseurs institutionnels », BJB, janv. 2013, n° JBB-2013-0005, p. 4.

65. Sur la question du dialogue actionnarial, V. les travaux du groupe présidé par M. Michel Prada, avec pour rapporteur Me. Benjamin Kanovitch, du Club des Juristes « Activisme actionnarial », nov. 2019.

66. En plus de questions de praticité et de responsabilité, une telle participation aurait sans aucun doute également un impact en termes de réglementation d'abus de marché.

67. V. en particulier B. Kanovitch et B. Fages, « Favoriser le dialogue entre les émetteurs et leurs actionnaires », JCP G n° 3, 15 janv. 2018, doct. 64., soulignant que « le dialogue sur les problématiques extra-financières constituant l'un des meilleurs vecteurs de prise en compte des défis environnementaux et sociaux auxquels sont confrontées les entreprises ».

68. On rappellera les modifications apportées par la loi Pacte s'agissant de la prise en considération par le conseil d'administration des « enjeux sociaux et environnementaux » de l'activité de la société (article L. 225-35 du Code de commerce notamment).

69. BlackRock, « *Larry Fink's 2017 Letter to CEOs* ».

21. « **Too big to be inactive** »⁷⁰ ? – Si le « *stewardship* » n'est pas l'apanage de la gestion passive, il y prend toutefois une dimension particulière compte-tenu de la taille acquise par les membres du « *Big Three* ». En parallèle (ou à cause ?) de leur montée en puissance, ces derniers ont en effet porté cet outil à un stade sans doute supérieur, constituant des équipes de professionnels dédiées (« *Investment Stewardship Teams* »), systématisant la publication de lignes directrices ou de compte-rendus de leurs actions, développant des politiques de vote autonomes, communiquant les thématiques et même le nom des sociétés (cas de *State Street*) avec lesquelles ils ont engagé un dialogue direct. Même si l'effectivité de cet investissement est débattue⁷¹, par leurs tailles, l'effet d'entraînement que provoquent ces intervenants semble palpable, en tout cas bien supérieur à celui que devrait leur conférer leurs participations individuelles⁷². La lettre annuelle adressée *urbi et orbi* aux *CEOs* par Larry Fink a acquis ainsi une dimension particulière, donnant le « la » dans la sphère de l'*asset management* sur certaines problématiques de gouvernance. Compte-tenu de leur poids, leur participation aux initiatives lancées par certains investisseurs en vue de la construction de plateformes communes, notamment autour des thématiques de l'investissement socialement responsable, est également décisive⁷³, signe d'ailleurs de l'importance croissante de cette nouvelle forme d'« engagement actionnarial des grands investisseurs autour de thématiques communes déployées vis-à-vis d'un ensemble d'entreprises »⁷⁴. L'influence de ces géants se développe également sur d'autres plans encore, leur capacité de convaincre les gestionnaires d'indices pour apporter certaines modifications – par exemple pour en exclure les sociétés avec des classes d'actions différentes – ayant pu être évoquée⁷⁵. Si cette nouvelle réalité dépasse le cadre juridique classique de la gouvernance, peut-être est-elle la manifestation – et la condition même de leur efficacité – d'aspirations actionnariales correspondant à des attentes grandissantes.

70. L. Enriques et A. Romano, « *Institutional Investor Voting Behavior : A Network Theory Perspective* », Eur. Corp. Governance Inst. (ECGI), Law Working Paper, n° 393/2018, 2018.

71. V. A. Bebchuk Lucian et S. Hirst, « *Index Funds and the Future of Corporate Governance : Theory, Evidence, and Policy* », *op. cit.*

72. J. Fichtner, E. M. Heemskerk et J. Garcia-Bernardo, « *Hidden power of the Big Three ? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk* », *op. cit.*

73. V. par exemple l'adhésion de BlackRock à l'initiative commune *Climate Action 100+* regroupant un certain nombre d'investisseurs institutionnels.

74. R. Ophèle, « *Corporate governance and shareholders engagement : the new normal conference* », Conférence Droit & Croissance, *op. cit.*

75. T. Shumsky, « *Index Firm MSCI to Launch New Stock Benchmarks Excluding Non-Voting Shares* », Wall Street Journal, 31 oct. 2018.

FISCALITÉ ET ACTIONNARIAT

Stéphane Austry
Avocat associé, CMS Francis Lefebvre

Bruno Gibert
Avocat associé, CMS Francis Lefebvre

Édouard Milhac
Avocat associé, CMS Francis Lefebvre

La fiscalité des revenus mobiliers a largement été uniformisée pour les actionnaires personnes physiques résidant en France, qu'ils perçoivent des dividendes ou des plus-values. Ils sont en principe¹ imposables à un taux effectif de 30 % (voire 34 % en cas d'application de la contribution sur les hauts revenus) qui se décompose en (i) un prélèvement forfaitaire unique (« PFU ») au taux de 12,8 % du montant brut des dividendes distribués² et (ii) des prélèvements sociaux au taux global de 17,2 %.

La fiscalité des entreprises est plus complexe puisqu'elle distingue la fiscalité des titres de participation qui sont ceux qui apportent en principe une influence dans la filiale et les titres de placement qui sont un simple investissement financier, et ne traite pas de la même façon les dividendes et les plus-values.

Les actionnaires qui sont des entreprises soumises à l'impôt sur le revenu sont en principe imposables au titre des dividendes et plus-values qu'ils réalisent, sous réserve d'une imposition au taux réduit des plus-values à long-terme³.

Les actionnaires personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés et résidentes de France sont en principe imposables au titre des dividendes et des plus-values qu'ils réalisent. Toutefois, le régime mère-fille permet un allègement de la fiscalité pour les dividendes⁴ et les plus-values⁵ réalisées par les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés au titre des participations qu'ils détiennent dans

1. Les exceptions sont favorables aux contribuables qui peuvent notamment :

- exercer une option expresse, annuelle et irrévocable pour une imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application de l'abattement de 40 % sur le montant brut des dividendes en lieu et place du PFU ;
- demander une dispense du PFU lorsque les revenus du foyer fiscal de l'actionnaire bénéficiaire sont inférieurs à 50.000 euros pour les contribuables célibataires, et 75.000 euros pour les contribuables mariés.

2. Article 200 A, Code général des impôts (« CGI »).

3. Articles 39 *duodecies* à 39 *quindecies*, CGI.

4. Articles 145 et 216, CGI.

5. Article 219 I a *quinquies*, CGI. Depuis le 1^{er} janvier 2017, « le montant net des plus-values à long terme afférentes à des titres de participation fait l'objet d'une imposition séparée au taux de

des sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés, sous réserve d'un certain nombre de conditions dont une durée de détention d'au moins deux ans. Ces exonérations partielles des dividendes et plus-values visent à alléger la double imposition économique qui résulterait de l'imposition du chef de la filiale et du chef de la société mère. L'exonération qui est de 95 % pour les dividendes est encadrée par une directive européenne transposée en droit interne, alors que l'exonération qui est de 88 % pour les plus-values est une disposition de droit interne seulement. Cette imposition de 12 % des plus-values afférentes aux titres de placement fait régulièrement l'objet de discussions quant à sa légitimité, la double imposition économique étant plus discutable puisque la plus-value dégagée par l'actionnaire ne correspond en général pas uniquement à des réserves accumulées par la société cédée qui auraient déjà été imposées.

Enfin, sous réserve des conventions fiscales, les associés non-résidents soumis à une retenue à la source au titre des dividendes qu'ils perçoivent au taux de 12,8 % pour les personnes physiques (ou 75 % pour les dividendes payés dans des États ou Territoires non coopératif (« ETNC »), au taux de 28 % pour les personnes morales⁶ et 15 % pour certains organismes sans but lucratif (ou 75 % lorsque le dividende est payé dans un ETNC). Ils ne sont en général pas imposables au titre des plus-values qu'ils réalisent lors de la cession de participations dans des sociétés françaises, sauf lorsqu'il s'agit de participations substantielles ou de participations dans des sociétés à prépondérance immobilière et que cette imposition n'est pas écartée par une convention fiscale.

L'objet de cet article n'est pas de faire un état des lieux de la fiscalité des actionnaires et de ses zones d'ombre, mais plutôt d'aborder cette fiscalité au travers des nombreuses décisions de jurisprudence récentes rendues au cours des derniers dix-huit mois et de décrire les réponses apportées par le législateur. Cette jurisprudence a été rendue tant par les tribunaux français qu'européens. Nous avons organisé notre analyse entre les décisions qui se fondent sur les principes du droit européen d'une part (**I.**), notamment celles ayant trait aux principes de liberté de circulation et celles ayant trait à la contrariété des dispositions de droit interne avec les directives, et les décisions de l'ordre interne (**II.**) que nous avons regroupées entre celles ayant trait à l'abus de droit et celles ayant trait au régime des plus-values à long terme.

I. FISCALITÉ ET ACTIONNARIAT : L'INFLUENCE DU DROIT EUROPÉEN

L'Union européenne ne détient pas de compétence en matière de fiscalité directe. Toutefois, l'influence du droit européen sur la fiscalité des actionnaires est double : elle résulte non seulement des directives, mais aussi des libertés de

0 % » et « une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values de cession est prise en compte pour la détermination du résultat imposable ».

6. Article 119 *bis* et 187, CGI. Ce taux devrait être ramené à 26,5 % en 2021 et 25 % à compter de 2022.

circulation figurant aux articles 45 et suivants du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (« TFUE »).

Certains aspects de la transposition des directives du Conseil n° 90/435/CE concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents (dite directive mère-fille)⁷ et n° 2003/49/90 concernant un régime fiscal commun applicable aux paiements d'intérêts et de redevances effectués entre des sociétés associées d'États membres différents (dite directive intérêts et redevances) ont été clarifiés par les juges (**B.**). L'interprétation du principe de libre circulation des capitaux ainsi que celui de la liberté d'établissement ont conduit les juges à censurer certaines dispositions du droit interne ou interprétations de l'administration fiscale (**A.**).

A. Actionnariat et libertés de circulation et d'établissement

(i) Les actionnaires non-résidents sont imposables au titre des dividendes de source française par le biais d'une retenue à la source. Cette retenue à la source était due quelle que soit la situation de l'actionnaire non-résident, et ce principe semblait en contradiction avec la liberté de circulation des capitaux puisqu'un actionnaire étranger pouvait subir une imposition plus lourde qu'un actionnaire français. Certains contribuables ont ainsi contesté l'exigibilité de cette retenue au motif qu'elle ne tenait pas compte de la situation fiscale de l'actionnaire.

La Cour de justice a pu se prononcer dans un arrêt *Sofina*⁸ sur cette atteinte à la liberté de circulation des capitaux dans le cadre du traitement de sociétés étrangères déficitaires. En l'espèce, une société française avait payé des dividendes à des sociétés belges déficitaires. Puisque les participations des sociétés belges étaient inférieures à 5 %, les sociétés belges ne pouvaient pas bénéficier du régime d'exonération prévu par la directive mère-fille et le dividende était imposable en Belgique sans qu'aucun impôt belge ne soit dû. La retenue à la source de l'article 119 bis du Code général des impôts (« CGI ») limitée à 15 % par l'article 15 de la convention fiscale franco-belge de 1964 au lieu du taux de droit commun de 25 % constituait une imposition définitive. *A contrario*, si la société avait eu son siège en France, aucun impôt n'aurait été dû puisque le droit interne ne prévoit pas de retenue à la source pour les dividendes versés entre sociétés françaises et que les dividendes constituent un revenu financier imposable dans les conditions de droit commun en l'absence de bénéfice du régime mère-fille. Une société française peut donc reporter l'imposition effective du dividende à un exercice bénéficiaire et l'exonération peut même être définitive en cas de cessation d'activité.

La Cour a donc, sans surprise, constaté l'existence d'une restriction à la libre circulation des capitaux puisqu'il y avait une différence de traitement à l'encontre de la société non-résidente déficitaire résultant d'une imposition immédiate et définitive indépendamment de son résultat, alors même qu'une société résidente déficitaire bénéficiait à tout le moins d'un avantage de trésorerie ou d'une exonération définitive en cas de cessation d'activité (§34 de la décision).

7. Devenue la directive n° 2011/96/UE du Conseil du 30 novembre 2011 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents.

8. CJUE, 22 nov. 2018, n° C-575/17, *Sofina SA e.a. c/ Ministre de l'Action et des comptes publics*.

La Cour a ensuite considéré que cette restriction n'était pas justifiée, aucun des arguments avancés par les États membres n'étant recevable. Les arguments invoqués étaient ceux d'une nécessité de préserver une répartition équilibrée du pouvoir d'imposition entre les États membres, de l'efficacité du recouvrement de l'impôt ou encore de la différence de situations entre les contribuables résidents et non-résidents.

Cette jurisprudence a ouvert la porte à des réclamations par des sociétés non-résidentes détenant une participation inférieure au seuil de 5 %, qui ont reçu des dividendes de source française ayant fait l'objet de retenue à la source et qui peuvent démontrer qu'elles étaient déficitaires au titre de l'exercice de rattachement du dividende – l'essentiel étant que ce déficit résulte de l'application des règles françaises, l'idéal étant que le déficit existe aussi selon le droit fiscal de la société bénéficiaire. Elle ouvre aussi la porte à des réclamations, à l'étranger, par des entreprises françaises déficitaires au titre de dividendes reçus de l'étranger et ayant supporté une retenue à la source, chaque fois que cette retenue à la source n'est pas prévue pour les dividendes entre sociétés nationales.

Dans une décision du 27 février 2019, le Conseil d'État a pris acte de la solution de la Cour de justice en tirant les conséquences⁹ et précise que le caractère déficitaire de la société étrangère s'apprécie au regard de la législation de son État de résidence.

Enfin, l'article 42 de loi de finances pour 2020 n° 2019-1479 du 28 décembre 2019 instaure un mécanisme complexe, et probablement dissuasif, pour mettre le droit fiscal français en conformité avec ces décisions. Cet article introduit la possibilité pour les sociétés étrangères déficitaires d'obtenir, sur demande et sous certaines conditions, la restitution temporaire des retenues ou prélèvements à la source. Cette restitution est assortie d'une imposition en report prenant notamment fin au retour à meilleure fortune de la société étrangère. La complexité de ce mécanisme, codifié à l'article 235 *quater* du CGI, découragera plus d'une entreprise étrangère puisqu'il requiert de la société étrangère qu'elle dépose, au titre de chacun des exercices suivant la demande de restitution et dans les trois mois suivant sa clôture, une déclaration faisant apparaître un résultat déficitaire. Un état de suivi des revenus dont l'imposition est reportée est également joint. L'idée est d'assurer à la France le droit d'appliquer la retenue à la source le jour où la société étrangère redevient bénéficiaire, puisqu'alors le report tombe.

(ii) Le Conseil d'État a rendu à quelques semaines d'intervalle deux décisions¹⁰ intéressant l'article 115 *quinquies* du CGI qui prévoit que les bénéfices réalisés en France par les sociétés étrangères sont réputés distribués, au titre de chaque exercice, à des associés n'ayant pas leur domicile fiscal ou leur siège social en France.

La première décision statue sur l'assiette de la retenue à la source et la seconde précise que dans certaines circonstances, le mécanisme de l'article 115 *quinquies* est contraire au droit de l'Union européenne.

9. CE, 27 févr. 2019, n° 398662, *Sofina Rebelco et Sidro*.

10. CE, 24 juin 2019, n° 413156, *Société Estienne d'Orves* et CE, 10 juill. 2019, n° 412581, *Société Cofinimmo*.

Dans la première décision, le Conseil d'État a indiqué que « l'assiette de la retenue à la source est constituée des bénéfices réputés distribués qui s'entendent du montant total des résultats réalisés en France par la société étrangère, qu'ils soient imposables ou exonérés, après déduction de l'impôt sur les sociétés ». L'administration fiscale qui avait établi l'existence d'un établissement stable calculait cette retenue sans minorer le profit alloué à l'établissement stable du montant de l'impôt redressé, plaçant ainsi le siège luxembourgeois dans une situation plus défavorable que s'il avait investi au travers d'une filiale puisque dans ce dernier cas, la retenue à la source est bien calculée sur le dividende qui ne peut être prélevé que sur le résultat minoré de l'impôt sur les sociétés y afférent.

Dans la seconde décision, le Conseil d'État a précisé que l'article 115 *quinquies* du CGI est incompatible avec le droit de l'Union européenne lorsqu'il conduit à imposer des distributions prélevées sur des résultats non imposables en France. La retenue à la source était due dans un contexte intracommunautaire car la société belge qui disposait d'un établissement stable en France était une société d'investissements à capital fixe immobilière qui lui permettait de bénéficier en Belgique d'une exonération d'impôt sur les sociétés au titre de son activité foncière à condition de distribuer au moins 80 % de son résultat net et des plus-values de cession de ses biens immobiliers à ses actionnaires. La succursale avait opté pour le régime fiscal des sociétés d'investissement immobilier cotées (« SIIC ») et pour le régime d'exonération d'impôt sur les sociétés de l'article 208 C du CGI. La société réclamait la restitution de la retenue à la source prélevée au taux de 10 %, en application des dispositions du droit interne (soit les articles 115 *quinquies* et 119 *bis* du CGI) et de la convention fiscale franco-belge. Elle soutenait que les distributions à ses propres actionnaires avaient porté sur des résultats autres que ceux imposés en France, mais cette preuve n'était pas suffisante car le droit français présumait que les distributions portaient prioritairement sur les résultats soumis à l'impôt en France.

Dans sa décision, le Conseil d'État identifie une discrimination dans la mesure où les dispositions de l'article 115 *quinquies* du CGI instaurent un mode de calcul désavantageux de l'assiette de la retenue à la source pour les sociétés non-résidentes réalisant des bénéfices en France par l'intermédiaire d'un établissement stable. L'intérêt de cette décision réside dans ce que le Conseil d'État ne compare pas deux situations comparables, mais impose de traiter de façon identique deux situations non comparables – celle d'une société non-résidente ayant effectivement distribué des résultats imposables en France, et celle d'une société non-résidente n'ayant pas distribué de tels résultats. Cette forme de discrimination qui n'est pas reconnue par le Conseil constitutionnel en application des principes d'égalité devant la loi et les charges publiques, est en revanche efficace sur le terrain du droit européen.

Là encore cette décision a obligé le législateur français à modifier le droit fiscal et il a introduit dans la loi de finance pour 2020 une nouvelle exception à l'application de l'article 115 *quinquies*. Désormais, la retenue à la source peut faire l'objet d'une nouvelle liquidation si la société a son siège dans l'Union européenne ou

l'Espace économique européen et que les sommes soumises à la retenue n'ont pas été désinvesties.

(iii) Enfin, dans une décision du 24 avril 2019¹¹, le Conseil d'État s'interroge sur la conformité au droit européen de la règle du butoir en transmettant à la Cour de justice une question préjudicielle ayant pour objectif de vérifier la compatibilité de cette règle avec la liberté de circulation des capitaux.

La règle du butoir figure à l'article 220 b) du CGI et prévoit que l'imputation des crédits d'impôts afférents à des revenus de capitaux mobiliers de source étrangère est limitée au montant de l'impôt sur les sociétés français. Dès lors, il convient de déduire du montant brut des dividendes l'ensemble des charges justifiées liées directement à l'acquisition, à la conservation ou à la cession des titres lorsqu'il y a imputation d'un crédit d'impôt sur l'impôt sur les sociétés français attaché à des dividendes étrangers reçus par une société située fiscalement en France.

Le Conseil d'État pose deux questions préjudicielles à la Cour de justice de l'Union européenne afin de trancher la question de la conformité de la règle du butoir à la liberté de circulation des capitaux qu'il juge possiblement contrariée par les dispositions françaises¹². En effet, toute la problématique réside dans le fait que cette règle désavantage les opérations portant sur des titres de sociétés étrangères par rapport à celles portant sur des titres de sociétés françaises. Le mode de calcul du plafond des crédits d'impôts qui est octroyé par les conventions fiscales internationales pour éliminer la double imposition des dividendes fait que l'imputation sur l'impôt sur les sociétés français n'a lieu que dans une certaine mesure qui pourrait être jugée insuffisante. Le Conseil d'État a précédé sa décision de renvoi par une analyse détaillée de la jurisprudence de la Cour de justice. Il laisse entendre que si son analyse de la règle du butoir¹³ devait être jugée contraire à la liberté de circulation des capitaux, il en résulterait que la France supporterait « tout ou partie de la charge de l'impôt auquel ces dividendes sont soumis par l'État dans lequel ils trouvent leur origine ». La contrariété aux principes européens pourrait donc être justifiée selon les juges français, mais la décision appartient aux juges européens.

La décision de la Cour de justice est donc attendue.

B. Actionnariat et directives européennes

(i) Les directives intérêts-redevances et mère-fille prévoient chacune une exonération de retenue à la source sur le paiement de dividendes, d'intérêts et de redevances entre entreprises associées. Par deux arrêts de grande chambre de la Cour de justice de l'Union européenne en date du 26 février 2019¹⁴, la Cour a précisé dans quels cas l'administration peut écarter les exonérations prévues par

11. CE, Plén. fiscale, 24 avr. 2019, n° 399952, *Société Générale*.

12. *Ibid.*, point 11.

13. CE, Plén. fiscale, 7 déc. 2015, n° 357189, *Sté Crédit industriel et commercial*.

14. CJUE, Grde ch., 26 févr. 2019, n° C-115/16, C-118/16, C-119/16 et C-299/16, (directive intérêts-redevances) ; CJUE, Grde ch., 26 févr. 2019, n° C-116/16 et C-117/16 (directive mère-fille).

ces deux régimes en se fondant sur l'existence d'un abus. La Cour donne également des éclaircissements sur la notion de bénéficiaire effectif. Ces deux arrêts concernent des sociétés d'États tiers qui avaient mis en place des structures au sein de l'Union afin qu'elles soient éligibles à l'exonération de retenue à la source.

Plusieurs points ont été abordés dans les arrêts :

(1) Le premier est que la notion de bénéficiaire effectif est présente dans la directive intérêts et redevances. En effet, l'article 1^{er} de la directive dispose que le paiement d'intérêts et de redevances est exonéré lorsque le « bénéficiaire des intérêts » est une société située dans un autre État membre. Dès lors, est considéré comme bénéficiaire, la société qui « perçoit pour son compte et non comme représentant, par exemple comme administrateur fiduciaire ou signataire autorisé, d'une autre personne » le paiement des intérêts. La Cour interprète la notion de bénéficiaire effectif en se référant au modèle OCDE de convention fiscale ainsi qu'aux « modifications successives apportées audit modèle et aux commentaires y afférents ». Cette référence à la convention modèle OCDE n'est pas fortuite et s'explique par le fait que la directive a été inspirée par le modèle OCDE. Toutefois, il reste légitime de se demander si les commentaires de l'OCDE de 2014 peuvent être utilisés pour interpréter une directive datant de 2003.

(2) La Cour juge également que l'exonération de retenue à la source est applicable lorsque le bénéficiaire effectif, bien que différent du bénéficiaire apparent, est établi dans l'Union européenne et répond aux conditions posées par la directive pour bénéficier de l'exonération¹⁵. Toutefois l'établissement de cette preuve incombe au contribuable et non aux administrations fiscales (*cf. infra* point (6)).

(3) Elle précise aussi que l'administration peut invoquer l'abus d'une directive alors que le droit interne ne contiendrait pas de disposition le permettant. En effet, pour la Cour, un justiciable ne peut se prévaloir frauduleusement ou abusivement des normes du droit de l'Union européenne. Cette précision a moins d'importance dans la mesure où, depuis 2015, la directive mère-fille contient une disposition anti-abus qui a été transposée dans l'ordre juridique interne à l'article 119 *ter* du CGI. De plus, le droit français prévoit d'autres règles générales anti-abus aux articles L64 et L64 A du Livre des procédures fiscales (« LPF ») dont on peut penser qu'elles permettent d'écarter une directive européenne.

(4) La Cour précise que l'abus d'une directive repose sur la réunion d'indices objectifs et concordants. Ainsi, lorsqu'il existe « un ensemble de circonstances objectives dont il résulte que, malgré un respect formel des conditions prévues par la réglementation de l'Union, l'objectif poursuivi par cette réglementation n'a pas été atteint » et qu'il y a d'autre part « un élément subjectif consistant en la volonté d'obtenir un avantage résultant de la réglementation de l'Union en créant artificiellement les conditions requises pour son obtention », l'administration est fondée à établir un abus. Elle ajoute que c'est « l'examen d'un ensemble de faits qui permet de vérifier si les éléments constitutifs d'une pratique abusive sont réunis, et notamment si des opérateurs économiques ont effectué des opérations purement

15. CJUE, Grde. ch., 26 févr. 2019, n° C-115/16, C-118/16, C-119/16 et C-299/16 (directive intérêts-redevances), point 94.

formelles ou artificielles, dénuées de toute justification économique et commerciale, dans le but essentiel de bénéficier d'un avantage indu ».

La Cour fournit également une liste indicative des indices objectifs permettant de conclure à la caractérisation d'un abus d'une directive. Elle évoque notamment le cas où une société relais réalise un bénéfice insignifiant, le cas où des sommes reçues par le bénéficiaire sont reversées, en totalité ou en quasi-totalité et dans un délai très bref, à des sociétés non éligibles au régime d'exonération prévu par la directive. Elle mentionne également la situation où la société bénéficiaire a pour seule activité la perception des paiements et la retransmission de ces derniers au bénéficiaire effectif.

(5) La Cour précise, dans une analyse particulièrement sévère et assez complexe, que le fait que le bénéficiaire effectif soit établi dans un État tiers avec lequel l'État de source du paiement a conclu une convention fiscale prévoyant une exonération de retenue à la source ne protège pas systématiquement le contribuable.

(6) Enfin, il est à noter que la Cour juge, dans les deux arrêts, que l'administration fiscale de l'État d'origine n'a pas l'obligation d'identifier le bénéficiaire effectif lorsqu'elle écarte une directive. Cette solution, favorable à l'administration, peut sembler sévère pour le contribuable et elle contraste d'ailleurs avec les conclusions de l'avocat général, Juliane Kokott. En effet, cette dernière proposait plutôt de décider que l'État membre qui refuse de reconnaître une société résidente d'un autre État membre comme bénéficiaire effectif doit indiquer le véritable bénéficiaire effectif pour constater l'existence d'un abus.

(ii) Le Conseil d'État a tiré les conséquences de cette jurisprudence de la Cour de justice dans une décision du 5 juin 2020¹⁶ par laquelle il a déduit des motifs de ces arrêts, conformément aux conclusions d'Émilie Bokdam-Tognetti, que la qualité de bénéficiaire effectif des dividendes est une condition objective permettant de se prévaloir de l'exonération de retenue à la source prévue par la directive, qui s'applique indépendamment d'un éventuel abus des dispositions de la directive que pourrait opposer l'administration pour contester l'application de cette exonération.

Le Conseil d'État juge ainsi, après avoir rappelé les motifs de l'arrêt de la Cour de justice du 26 février 2019, qu'il en résulte que « la qualité de bénéficiaire effectif des dividendes doit être regardée comme une condition du bénéfice de l'exonération de retenue à la source prévue par l'article 5 de la directive » mère-fille. Il en déduit que les dispositions du 2 de l'article 119 ter du CGI, en ce qu'elles subordonnent le bénéfice de l'exonération à la condition que la bénéficiaire des dividendes justifie qu'elle en est le bénéficiaire effectif, n'étaient pas incompatibles avec les objectifs de la directive.

(iii) Par ailleurs, dans une décision du 12 avril 2019¹⁷, le juge national a précisé le champ d'application du régime mère-fille qui est la transposition de la directive européenne, et jugé que les acomptes sur dividendes britanniques étaient éligibles

16. CE, 5 juin 2020 n°423812, *Société Egiom et société Enka*

17. CE, 12 avr. 2019, n° 410315, *Compagnie de Saint-Gobain*.

à l'exonération prévue par la directive même s'ils excédaient le montant qui pouvait être distribué à la clôture de l'exercice. Une telle distribution n'aurait donc pas pu être décidée en droit français, ce qui justifiait, selon l'administration fiscale française de limiter le bénéfice du régime mère-fille aux seules distributions possibles en droit français.

Tant les juges de première instance que ceux d'appel ont suivi le raisonnement de l'administration. Le Conseil d'État a censuré cette analyse au double motif que d'une part, la perception des acomptes sur dividendes procède entièrement des droits attachés aux titres de participation détenus par la société mère et que, d'autre part, les articles 145 et 216 du CGI ne conditionnent pas l'exonération des produits nets de participations chez la bénéficiaire à l'imposition effective des bénéfices distribués chez la filiale distributrice.

II. FISCALITÉ ET ACTIONNARIAT : QUELQUES JURISPRUDENCES ET COMMENTAIRES DE DROIT INTERNE

L'épidémie de Covid-19 fait de l'absence de distribution de dividendes un outil économique puisque, par un communiqué du 27 mars 2020, confirmé par une communication du ministère de l'Économie et des Finances en mai¹⁸, le ministre indiquait que les entreprises bénéficiant d'une aide de l'État pour le report des charges sociales ou fiscales ne pourraient procéder à des distributions de dividendes. Cette condition n'a été corroborée par aucune disposition réglementaire ou législative, mais l'octroi des avantages est conditionné à l'engagement des entreprises bénéficiaires.

Par ailleurs, la jurisprudence de l'année écoulée et la doctrine administrative publiée sont venues préciser d'une part la notion d'abus de droit (**A.**) et d'autre part la notion de titres de placement en opposition aux titres de participation (**B.**).

A. Actionariat et abus de droit

Dans deux arrêts du Conseil d'État du 12 février 2020¹⁹, il a été apporté d'intéressantes précisions sur les conditions de mise en œuvre de la procédure d'abus de droit de l'article L64 LPF à des dispositifs de « *management package* ».

En l'espèce, le mécanisme d'intéressement des dirigeants du groupe Wendel, mis en place en 2004, visait à leur permettre d'investir leur épargne, au travers d'un véhicule dédié (la Compagnie de l'Audon, dont ils étaient actionnaires), dans la société Wendel Participations (laquelle détenait à l'époque plus du tiers de la société cotée Wendel Investissement). À cet effet, la Compagnie de l'Audon avait acquis une option d'achat des titres de la société Wendel Participations. Cependant, l'option n'aura pas été exercée et la Compagnie de l'Audon a acquis, au printemps 2007, par d'autres moyens, une participation minoritaire dans Wendel Investissement.

18. Ministère de l'Économie, FAQ, « Engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien en trésorerie », version du 5 mai 2020.

19. CE, 12 févr. 2020, n° 421441 et n° 421444, *Groupe Wendel*.

Dès lors, les dirigeants ont été autorisés à apporter les titres de la société Compagnie de l'Audon à des sociétés civiles soumises à l'impôt sur les sociétés dont ils détiennent individuellement chacun la totalité des titres. Ces apports ont été, de plein droit, placés sous le régime du sursis d'imposition en vertu de l'article 150-0 B du CGI. À peine quelques jours après, la société antérieurement détenue par les dirigeants a procédé à un rachat de ses propres titres auprès desdites sociétés civiles. Le paiement de cette opération a été effectué par une remise de titres de la société Wendel Investissement, société cotée. À son issue, les dirigeants détenaient environ 4,6 % des participations du capital de Wendel Investissement.

Plusieurs points ont été relevés par l'administration fiscale pour cette opération. En premier lieu, cette dernière considère que l'apport, réalisé préalablement au rachat de ses propres titres, n'avait eu pour objet que d'éviter l'imposition immédiate à laquelle le dirigeant aurait été soumis s'il n'avait pas interposé une société civile. Ainsi, le bénéfice du sursis d'imposition est remis en cause sur le fondement de l'abus de droit et le litige fut soumis au Comité d'abus de droit fiscal (« CADF »), devant se prononcer sur l'existence ou non d'un tel abus avant que la question ne soit tranchée par le Conseil d'État.

Le rapporteur public a, dans ses conclusions, précisé que les circonstances étaient en l'espèce différentes de la problématique classique d'apport-cession où le juge administratif a déjà précédemment considéré que le bénéfice du sursis d'imposition de l'article 150-0 B du CGI pouvait être écarté sur le fondement de l'abus de droit. De fait, il n'y a eu en l'espèce aucune mise à disposition de liquidités, ni de désinvestissement, puisque le rachat a été payé par la remise de titres de la société Wendel Investissement.

Toutefois, le Conseil d'État n'a pas pour autant écarté l'abus de droit en tant que fondement. En effet, l'arrêt fait référence à la jurisprudence d'après laquelle lorsqu'est mis en évidence un montage artificiel, les deux conditions de l'abus de droit par fraude à la loi – à savoir l'application littérale du texte contraire à l'intention de ses auteurs, et l'objectif exclusivement fiscal – doivent être considérées comme remplies. Selon le Conseil d'État, la succession des opérations litigieuses aurait permis aux requérants « d'entrer artificiellement dans les prévisions de l'article 150-0-B du CGI » en évitant dès lors l'imposition qui aurait été due si les dirigeants avaient détenu directement les titres ayant fait l'objet du rachat. Ainsi, les opérations doivent être regardées comme ayant poursuivi un but exclusivement fiscal et comme étant donc contraires à l'objectif poursuivi par le législateur.

B. Actionnariat et régime des plus-value à long terme

En vertu de l'article 39 *duodecies* 1. du CGI, les plus-values de cession sont soumises à des régimes différents selon qu'elles sont réalisées à court ou à long terme. L'article 219 I. *a-quinquies* du CGI prévoit que la cession de titres de participation fait l'objet d'une imposition à un taux de 0 % sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges de 12 %.

Dans un arrêt du 3 octobre 2019, la Cour administrative d'appel de Versailles²⁰ a indiqué que l'exclusion du régime du long terme dont ont fait l'objet les titres de placement d'un prix de revient au moins égal à 22,8 millions d'euros mais représentant moins de 5 % du capital de la société émettrice n'a pas entraîné fiscalement de transfert de compte.

Une société avait acquis en 1999 pour près de 68 millions d'euros des titres d'une banque qui ont été comptabilisés dans un sous-compte spécial de titres de participation, qui relevait du régime du long terme. À cette date, il était admis que les participations qui avaient un prix de revient supérieur ou égal à 22,8 millions d'euros puissent être assimilées à des titres de participation. Toutefois, la loi de finance pour 2007 a modifié cette présomption en insérant à l'article 219-I a *sexies*-0 du CGI une restriction d'après laquelle pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2006, le régime du long terme n'est plus applicable aux plus- ou moins-values de cession de titres dont le prix de revient est au moins égal à 22,8 millions d'euros.

Pour prendre en considération cette modification législative, la société a reclassé ses titres dans un autre compte en appliquant le mécanisme de transfert prévu aux alinéas 5 et 12 de l'article 219-I a *ter* du CGI. Ce dernier permet, à la réunion de certaines conditions, un report de la plus ou moins-value constatée lors du transfert des titres d'un compte de bilan à un autre qui relèverait d'un régime fiscal différent. L'idée était de cristalliser la plus-value latente de 75 millions d'euros existant à cette date dans le régime du long terme.

En mars 2008, lors de la cession, la société a constaté une plus-value de 75 millions d'euros relevant du régime du long terme au taux de 15 % et une moins-value de 56 millions d'euros relevant du régime du court terme et correspondant au prix de cession des titres diminué de leur valeur à la date de leur transfert. Cette moins-value était déductible du résultat imposé au taux de droit commun.

Cependant, l'administration a remis en question le traitement opéré par la société, considérant que les plus- ou moins-values provenant de la cession des titres exclus du régime du long terme sont prises en compte en totalité dans le résultat imposable dans les conditions au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés.

La société avait alors contesté ce redressement devant le tribunal administratif de Montreuil en invoquant que la restriction du champ d'application du régime du long terme avait automatiquement entraîné l'application du mécanisme de transfert de compte à compte et la constatation d'un résultat de transfert. Après rejet de la requête par une décision de novembre 2017²¹ en première instance, la Cour administrative d'appel de Versailles a confirmé cette décision.

La Cour juge donc que l'article 219-I a) *sexies*-0 du CGI, dans sa rédaction après l'entrée en vigueur de la loi de finance pour 2007, a pour objet de soumettre au régime des plus-values de droit commun les cessions des titres dont le prix de revient est au moins égal à 22,8 millions d'euros et qui remplissent les conditions permettant d'ouvrir droit au bénéfice du régime mère-fille autres que la détention

20. CAA Versailles, 3 oct. 2019, n° 17VE03939.

21. TA Montreuil, 2 nov. 2017, n° 1610054.

de 5 % au moins du capital de la société émettrice lorsque ces titres ne sont pas des titres de participation et ne bénéficient du régime des plus-values à long terme qu'en raison du prix de revient.

Ainsi, dès lors que le législateur avait la volonté d'imposer les plus-values de cession au régime de droit commun, le retraitement n'entraîne pas un transfert de compte que la société a voulu faire au sens de l'alinéa 8 du *a ter* de l'article 219-I permettant de bénéficier des modalités d'imposition de la plus-value prévues au 5^e alinéa du *a ter*.

Cet arrêt fait cependant l'objet d'un pourvoi en cassation et n'est donc pas définitif.

L'ACTIONNAIRE DANS L'ARBITRAGE

Roland Ziadé¹

Avocat associé, Linklaters LLP

Louis-Marie Morin²

Avocat collaborateur, Linklaters LLP

Le statut de l'actionnaire dans un litige est protéiforme. Selon les circonstances, l'actionnaire peut être étranger, *prima facie*, au litige auquel est partie la société dont il détient une partie du capital, intervenir de concert avec celle-ci, ou encore agir contre elle. Il n'est pas inhabituel, par ailleurs, qu'il agisse à l'encontre de ses coactionnaires voire d'un tiers cessionnaire de droits sociaux.

Tout dépendra bien entendu du type de litige en cause. Le Professeur Daniel Cohen distingue à juste titre deux types de conflits propres aux sociétés : les conflits exogènes et les conflits endogènes³.

Les conflits exogènes concernent les relations de la société avec les tiers cocontractants, c'est-à-dire avec les fournisseurs, partenaires, sous-traitants, etc. L'arbitrage s'impose aujourd'hui comme le mode privilégié de règlement de ce type de litige. Les intérêts de l'actionnaire et de la société sont en l'occurrence généralement alignés, mais cette dernière est, en principe, seule formellement partie à la relation et à l'instance. Si l'actionnaire n'est généralement pas signataire de la clause d'arbitrage sur laquelle repose la compétence des arbitres pour connaître du litige opposant la société à son cocontractant, il arrive cependant qu'il ait un rôle à jouer dans l'arbitrage, soit qu'il ait lui-même engagé la société à l'arbitrage (en tant, par exemple, que dirigeant de fait), soit que la clause d'arbitrage lui soit étendue.

Quant aux conflits endogènes, qui concernent les contentieux internes à la société, ils sont devenus avec le temps un terrain d'élection de l'arbitrage : mauvaise gestion, contestation des décisions collégiales, mésentente des associés, dissolution de la société. On y ajoutera les litiges entre actionnaires, anciens et nouveaux : transfert de droits sociaux, mise en œuvre des garanties de passif et d'autres clauses inhérentes aux contrats de cession. Longtemps prohibé, le recours à l'arbitrage pour régler ces types de différends devient de plus en plus habituel. Il est désormais fréquent que les statuts d'une société ou les pactes d'actionnaires contiennent une clause d'arbitrage dont la portée est en général interprétée assez largement.

1. Roland Ziadé est associé au sein du cabinet Linklaters et co-responsable du département arbitrage international au niveau mondial. Il est avocat aux Barreaux de Paris, Beyrouth et New York.

2. Louis-Marie Morin est collaborateur au sein du cabinet Linklaters et avocat au Barreau de Paris.

3. D. Cohen, « L'engagement des sociétés à l'arbitrage », *Rev. arb.* 2006, p. 36.

Nous analyserons ainsi dans un premier temps la portée de la clause d'arbitrage vis-à-vis de l'actionnaire dans le cadre des conflits exogènes (**I.**) avant de passer en revue la validité et la portée des clauses d'arbitrage, ainsi que l'opportunité du recours à l'arbitrage pour les conflits endogènes (**II.**).

I. CONFLITS EXOGÈNES : LA PORTÉE DE LA CLAUSE D'ARBITRAGE VIS-À-VIS DE L'ACTIONNAIRE

Les litiges opposant la société à ses cocontractants sont un terrain fertile et habituel pour l'arbitrage. Ce mode privilégié du règlement des conflits dans le commerce international peut, à divers titres, faire apparaître l'actionnaire de la société comme une partie au litige.

S'il est désormais commun qu'une clause compromissoire soit stipulée dans un contrat de commerce international, cette clause n'engage en principe que la société. Il n'est pas rare cependant que l'actionnaire occupe une place de choix dans les débats devant le tribunal arbitral et ce pour deux raisons. Il se peut, tout d'abord, que l'actionnaire ait signé le contrat contenant la clause compromissoire au nom de la société, sans pour autant en avoir le pouvoir : se pose alors la question de savoir si la société est valablement engagée par une telle signature (**A.**). Dans la majorité des cas, l'actionnaire n'est toutefois pas le signataire du contrat contenant la clause compromissoire. Il arrive, cependant, que cette dernière lui soit étendue, soit parce qu'il a implicitement consenti à la clause, soit parce qu'il ne fait en réalité qu'un avec la société signataire (**B.**).

A. L'engagement à l'arbitrage de la société par l'actionnaire

La clause compromissoire signée par un dirigeant social engage valablement la société, dès lors qu'il s'agit d'un acte de gestion courante. En vertu du droit des sociétés français, une personne dépourvue de la qualité de dirigeant et de tout pouvoir spécial ne devrait pas être en mesure d'engager la société à l'arbitrage. En principe, il aurait pu être envisagé de soumettre ces questions relatives à l'engagement de la société à l'arbitrage à la *lex societatis*, ou à la loi du mandat conféré aux dirigeants ou salariés.

Pourtant, guidée par un souci de pragmatisme et soucieuse d'évacuer tout raisonnement de conflits de lois, la jurisprudence française a considérablement simplifié la solution en matière d'arbitrage international. Validant un courant jurisprudentiel développé par la Cour d'appel de Paris⁴, la Cour de cassation a affirmé dans un arrêt *Soerni* de 2009 que « l'engagement d'une société à l'arbitrage ne s'apprécie pas par référence à une quelconque loi nationale mais par la mise en œuvre d'une règle matérielle déduite du principe de validité de la convention d'arbitrage fondée sur la volonté commune des parties, de l'exigence de bonne foi et de la croyance légitime dans les pouvoirs du signataire de la clause pour conclure un acte de gestion courante qui lie la société »⁵.

4. V. notamment, CA Paris, 24 févr. 2005, n° 2004/03224, *Arcelor c/ Sidermetal*.

5. Civ. 1^{re}, 8 juill. 2009, n° 08-16.025, *Soerni*. V. déjà en ce sens : CA Paris, 22 mai 2008, n° 06/18493.

Cette règle matérielle fondée sur la théorie de l'apparence, parfois contestée en doctrine⁶, a été réaffirmée depuis et est désormais bien établie en jurisprudence⁷. Un arrêt récent semble l'avoir étendue à l'arbitrage interne en reprenant une solution similaire⁸.

La société peut donc se voir engagée par la clause d'arbitrage signée par une personne qui, bien que dépourvue de mandat social, a laissé croire au cocontractant qu'elle avait le pouvoir d'engager la société. Il peut arriver, en application de cette jurisprudence, et aux termes d'une analyse au cas par cas, que la société soit valablement engagée et liée par la signature de l'actionnaire. Si, par exemple, l'actionnaire, agissant comme dirigeant de fait, se trouve être le principal interlocuteur du cocontractant, de surcroît dans le processus de négociation et de signature du contrat comportant la clause compromissoire, il est probable que sa signature soit de nature à engager valablement la société à l'arbitrage.

Au-delà de l'hypothèse dans laquelle la signature de l'actionnaire engage la société à l'arbitrage, il arrive que l'actionnaire, alors même qu'il n'est pas signataire de la clause compromissoire qui lie la société, soit lui-même attiré à l'arbitrage. C'est le cas de l'extension de la clause d'arbitrage à l'actionnaire.

B. L'extension de la clause d'arbitrage à l'actionnaire

En principe, conformément à l'effet relatif des contrats et à l'autonomie de la personne morale, la clause compromissoire signée par la société n'engage que celle-ci, sans que les actionnaires non-signataires ne soient personnellement liés par ladite clause.

La jurisprudence dans son ensemble, qu'elle soit au demeurant arbitrale (1.) ou étatique⁹ (2.), a toutefois consacré la possibilité d'étendre, sous certaines conditions, la clause compromissoire signée par une société à d'autres sociétés du même groupe et, en particulier, à la société mère de la société signataire.

1. L'extension de la clause d'arbitrage dans la jurisprudence arbitrale

La seule existence d'un groupe de sociétés ne suffit certes pas, à elle seule, à étendre la clause d'arbitrage à un non-signataire¹⁰. La pratique arbitrale révèle que

6. Ch. Seraglini et J. Ortscheidt, *Droit de l'arbitrage interne et international*, 2^e éd., Lextenso, 2019, §630 ; L. d'Avout, « Panorama Droit du commerce international », D. 2009, p. 2384 ; et F. Jault-Seske, « De la validité de la clause compromissoire au regard du pouvoir de compromettre », *Rev. crit. DIP* 2009, p. 779.

7. Civ. 1^{re}, 16 mars 2016, n° 14-23.699.

8. Civ. 1^{re}, 4 mai 2017, n° 16-16.853 : « ayant ainsi fait ressortir que la croyance de la société Demathieu à l'étendue des pouvoirs du mandataire était légitime, celle-ci n'ayant pas à vérifier les limites de ce mandat apparent, la cour d'appel, qui en a déduit que le tribunal arbitral était compétent, a légalement justifié sa décision ».

9. N. Kerameus, « L'engagement des sociétés d'un groupe à l'arbitrage – Une approche comparative », *Rev. arb.* 2013, pp. 617-632.

10. Ch. Seraglini et J. Ortscheidt, *Droit de l'arbitrage interne et international*, *op. cit.*, §721. S'il est vrai qu'un arrêt *Orri* de la Cour d'appel de Paris en date du 11 janvier 1990, a semblé admettre que la notion de groupe de sociétés suffisait à justifier l'extension de la clause compromissoire à un tiers, membre du même groupe de sociétés que le signataire, cet arrêt est toutefois resté isolé et a finalement été confirmé par la Cour de cassation sur le seul fondement de la fraude (voir ci-après).

les tribunaux arbitraux admettent dans deux hypothèses principales l'extension de la clause à un non-signataire.

(i) La volonté implicite du non-signataire (souvent actionnaire du signataire ou, *a minima*, membre du même groupe de sociétés que celui-ci) d'être lié par la clause compromissoire.

La sentence arbitrale *Dow Chemical* en est l'illustration la plus connue. Dans cette affaire, le tribunal arbitral a considéré « que la clause compromissoire expressément acceptée par certaines des sociétés du groupe, doit lier les autres sociétés qui par le rôle qu'elles ont joué dans la conclusion, l'exécution ou la résiliation des contrats contenant lesdites clauses, apparaissent selon la commune volonté de toutes les parties à la procédure, comme ayant été de véritables parties à ces contrats, ou comme étant concernées, au premier chef, par ceux-ci et par les litiges qui en peuvent découler »¹¹.

Si l'extension de la clause compromissoire sur ce fondement est régulièrement invoquée par les plaideurs, les tribunaux arbitraux ne semblent l'admettre que dans l'hypothèse où la conduite du non-signataire dans la négociation, la conclusion, l'exécution voire l'extinction du contrat, révèle sa volonté d'être partie au contrat et à la clause d'arbitrage qui y est stipulée¹². L'extension aux non-signataires fondée sur le consentement implicite d'être lié par la clause d'arbitrage est en général admise (à des degrés variés) en droit comparé¹³ ;

(ii) L'abus ou la fraude d'une société membre du même groupe que la société signataire (généralement la société mère), qui cherche à éviter de participer à la procédure d'arbitrage en se retranchant de manière fictive derrière la personnalité morale apparemment autonome de la société signataire, alors que cette autonomie est malmenée dans les faits. L'extension de la clause compromissoire au non-signataire consiste alors simplement à « lever le voile social » en raison d'une certaine fictivité ou du fait qu'une entité ou personne est en réalité l'alter ego de la société signataire.

11. Sentence CCI, n° 4131 de 1982, *Dow Chemical*, *Rev. arb.* 1984, pp. 137, *J.D.I. (Clunet)* 1983, p. 899, obs. Y. Derains, *Yearbook Commercial Arbitration* 1984, p. 131.

12. V. par exemple : Sentence CCI, n° 14208/14236 de 2013, *ICC International Court of Arbitration Bulletin* 2013, Vol. 24, no. 2, p. 62 ; Sentence CCI, n° 7604/7610 de 1995, *J.D.I. (Clunet)* 1998, p. 102, *Recueil des sentences arbitrales de la CCI 1996-2000*, pp. 510-516, obs. D. Hasher.

13. V. pour des études de droit comparé à ce sujet : B. Hanotiau, *Complex Arbitrations : Multiparty, Multicontract, Multi-Issue and Class Actions*, Kluwer Law International 2006 ; B. Hanotiau, « *Consent to Arbitration : Do we share a common vision ?* » 2010, Annual Freshfields Lecture, Londres 21 oct. 2010. À titre d'exemple, la Cour suprême américaine a encore affirmé très récemment que l'article 2 de la Convention de New York pour la reconnaissance et l'exécution des sentences arbitrales étrangères du 10 juin 1958 – selon lequel les juridictions étatiques doivent renvoyer les parties à l'arbitrage lorsque celles-ci ont conclu une convention d'arbitrage – ne s'oppose pas à une telle extension de la clause d'arbitrage aux non-signataires, *GE Energy Power Conversion France SAS Corp., formerly known as Converteam SAS v. Outokumpu Stainless Steel USA, LLC et al.*, 18-1048, 1^{er} juin 2020.

Cette cause d'extension est appliquée par les tribunaux arbitraux, en particulier aux actionnaires majoritaires du signataire¹⁴ et lorsqu'il existe une confusion entre le patrimoine de l'actionnaire et de la société qu'il contrôle¹⁵.

La jurisprudence française a, pour sa part, entériné et même amplifié cette tendance issue de la pratique arbitrale.

2. L'extension de la clause compromissoire dans la jurisprudence française

La jurisprudence française admet d'abord l'extension de la clause compromissoire aux « parties directement impliquées dans l'exécution du contrat et les litiges pouvant en résulter »¹⁶. De cette implication dans l'exécution du contrat et, plus largement, dans le fonctionnement de la société signataire, résulte, d'après la jurisprudence française, une présomption de connaissance et de ratification tacite de la clause d'arbitrage par le non-signataire¹⁷. Il découle de cette jurisprudence que l'actionnaire impliqué dans l'exécution du contrat doit être réputé avoir connaissance de la clause compromissoire stipulée dans ce contrat¹⁸.

On s'arrêtera un instant sur l'arrêt *Abela* du 6 octobre 2010 qui offre un exemple intéressant d'extension de la clause d'arbitrage incluse dans les statuts d'une société à des actionnaires de fait. Dans cette affaire, les héritiers d'une personne détenaient, par le biais de deux fondations, une société dont les statuts prévoyaient une clause compromissoire. À l'issue d'une cession d'actifs de la société, l'une des fondations actionnaires a engagé une procédure d'arbitrage à l'encontre de certains héritiers. Le tribunal arbitral s'est déclaré incompétent à l'égard de ces derniers, au motif qu'ils n'étaient pas tenus par la clause compromissoire stipulée dans les statuts de la société. La Cour d'appel de Paris a annulé la sentence sur le fondement de la violation de sa mission par le tribunal arbitral, arrêt approuvé par la suite par la Cour de cassation au motif que les héritiers, bien que n'étant pas directement actionnaires, « s'étaient comportés comme les véritables actionnaires de la société, désignant même des membres du conseil d'administration, s'accordant sur la désignation du président et se disant eux-mêmes actionnaires dans des documents officiels ». La Cour de cassation en a déduit que ces actionnaires de fait « ne pouvaient légitimement prétendre être étrangers à la clause compromissoire, dont ils ne pouvaient ignorer la teneur et qu'ils avaient implicitement acceptée compte tenu de leur immixtion dans le fonctionnement de la [société signataire] »¹⁹. Il ressort de cet arrêt que l'adhésion implicite d'une personne non-actionnaire à une

14. Sentence *ad hoc* UNCITRAL du 24 août 2011, *ASA Bull.* 2011, pp. 884-896, spéc. §368. Le tribunal arbitral a considéré que la doctrine du « lever du voile social » ne pouvait pas s'appliquer dès lors que la société en question n'était pas l'actionnaire majoritaire du signataire.

15. Sentence CCI, n° 7604/7610 de 1995, §425, *J.D.I. (Clunet)* 1998, p. 102, *Recueil des sentences arbitrales de la CCI 1996-2000*, pp. 510-516, obs. D. Hasher.

16. Civ. 1^{re}, 27 mars 2007, n° 04-20.842. V. pour un exemple récent, CA Paris, 26 nov. 2019, *Rev. arb.* 2020, pp. 311-312.

17. F.-X. Train, « Arbitrage et action directe : à propos de l'arrêt ABS du 27 mars 2007 », *Gaz. Pal.* n° 326, 22 nov. 2007, p. 6, §9.

18. Pour des exemples en ce sens : Civ. 1^{re}, 8 nov. 2005, n° 03-14.630 et Civ. 1^{re}, 22 oct. 2008, n° 07-18.744.

19. Com., 6 oct. 2010, n° 08-20.563, *Abela*.

clause compromissoire prévue dans les statuts peut se déduire de son implication directe dans le fonctionnement de la société, notamment eu égard à l'utilisation de prérogatives normalement réservées aux actionnaires.

La condition d'acceptation tacite, bien qu'elle soit généralement un prérequis à l'extension de la clause d'arbitrage à un non-signataire, n'est cependant pas exigée en cas de fraude ou d'abus manifeste qui justifient de « lever le voile social ». Les jurisprudences française et arbitrale sont, en cela, alignées. Ainsi, la personne qui entretient volontairement une confusion avec la société qu'elle contrôle s'expose à se voir étendre la clause compromissoire signée par cette entité²⁰.

Il est cependant arrivé qu'en dépit de l'absence de fraude et d'acceptation tacite, la jurisprudence française étende la clause compromissoire à un non-signataire en se fondant sur la notion de groupe de sociétés. Dans l'arrêt *Orri* du 11 janvier 1990, qui est resté isolé, la Cour d'appel de Paris a accepté d'étendre la clause compromissoire à la personne qui contrôlait le signataire, au motif qu'elle présidait un « groupe de sociétés [...] formant un ensemble de sociétés ayant une existence juridique et une indépendance formelles, tout en étant liées dans une unité économique soumise à un pouvoir unique »²¹. Si la notion de groupe de sociétés est présentée, dans cet arrêt, comme un motif suffisant d'extension de la clause compromissoire, on notera que la Cour d'appel de Paris se fondait également (et séparément) sur l'existence d'une fraude par interposition de personne commise par le signataire. La Cour de cassation, saisie d'un pourvoi contre cet arrêt, n'a approuvé l'extension de la clause que sur le fondement de la fraude par interposition de personne, sans reprendre la notion de groupe de sociétés²².

On le voit, les moyens d'extension de la clause compromissoire à l'actionnaire sont légion. Il ne sera donc pas rare que, par le jeu de cette extension, l'actionnaire devienne partie aux procédures d'arbitrage opposant la société, dont il détient une part du capital, à des tiers cocontractants.

La question de l'extension de la clause compromissoire à l'actionnaire dans le cadre des procédures d'arbitrage relatives aux conflits internes à la société (dits conflits endogènes) se pose également, bien qu'en des termes différents. Mais c'est avant tout la validité même de la clause d'arbitrage en matière de litiges sociétaires qui a fait l'objet des plus vifs débats.

II. CONFLITS ENDOGÈNES : VALIDITÉ, PORTÉE ET OPPORTUNITÉ DU RECOURS À L'ARBITRAGE

Si les évolutions des dernières décennies ont abouti à la reconnaissance quasi-systématique de la validité des clauses d'arbitrage en matière sociétaire (**A.**), auxquelles une portée assez large a en outre été octroyée (**B.**), l'opportunité du recours à l'arbitrage en la matière reste encore discutée (**C.**).

20. Civ. 1^{re}, 30 oct. 2006, n° 04-10.201. Dans cet arrêt, la Cour de cassation reconnaît implicitement que le fait, pour le dirigeant de deux sociétés, d'avoir « frauduleusement entretenu la confusion entre les deux sociétés qu'il dirigeait », justifie l'extension de la clause d'arbitrage à son encontre.

21. CA Paris, 11 janv. 1990, *Orri*, *J.D.I. (Clunet)* 1991, p. 141 ; *Rev. arb.* 1992, pp. 95-98.

22. Civ. 1^{re}, 11 juin 1991, n° 90-12.966, *Orri*.

A. L'admission progressive du recours à l'arbitrage dans les litiges sociétaires

La frontière et les interactions entre arbitrage et litiges sociétaires ont connu une évolution significative. Jusqu'à une période relativement récente, arbitrage et droit des sociétés ne se mélangeaient qu'avec parcimonie. Le droit des sociétés, dans sa dimension institutionnelle et impérative, ne tolérait guère le recours à la justice conventionnelle qu'est l'arbitrage (1.). Mais au terme d'une évolution législative datant du début des années 2000 – et amorcée avant cela par la jurisprudence en matière d'arbitrage international –, la validité des clauses compromissoires a été progressivement admise dans les litiges inhérents à la vie des sociétés (2.).

1. *Le domaine initialement restreint du recours à l'arbitrage*

Avant 2001, l'ancien article 2061 du Code civil prévoyait que la clause compromissoire était nulle, sauf disposition légale contraire. L'ancien article 631 du Code de commerce instituait une importante dérogation au principe de nullité de la clause compromissoire. L'ancien article 631 2° du Code de commerce, permettait en effet le recours à l'arbitrage pour le règlement des contestations entre associés « pour raison d'une société de commerce ». Cela signifiait d'abord que tout recours à l'arbitrage pour les litiges internes à des sociétés civiles était exclu. Ensuite, l'interprétation jurisprudentielle de ce texte limitait l'arbitrage (interne) aux « seules contestations intéressant la constitution, le fonctionnement, la dissolution et la liquidation des sociétés [commerciales] »²³.

Les litiges relatifs aux cessions de droits sociaux étaient quant à eux exclus, sauf à ce que celles-ci emportent cession du contrôle de la société en cause. La jurisprudence opérait en effet une distinction entre cession de droits sociaux simple, de nature civile, et cession de contrôle, de nature commerciale. Seule la cession de contrôle, qualifiée d'acte de commerce, était arbitrable sur le fondement de l'ancien article 631 3° du Code de commerce (lequel permettait le recours à l'arbitrage pour les litiges relatifs aux actes de commerce)²⁴.

Ultérieurement, les modifications législatives apportées à l'ancien article 2061 du Code civil et à l'ancien article 631 du Code de commerce ont progressivement consacré la validité des clauses compromissoires dans le domaine des litiges sociétaires.

2. *Le domaine désormais élargi du recours à l'arbitrage*

L'ancien article 631 du Code de commerce a été abrogé pour être recodifié quelques années plus tard, sous une formulation légèrement différente, à l'article L. 721-3 du même Code. Ce dernier admet désormais que soient soumises à l'arbitrage les contestations « relatives aux sociétés commerciales ». Cette nouvelle formulation a fait l'objet d'une interprétation plus large par la jurisprudence, autorisant le recours à l'arbitrage pour tous les litiges relatifs aux sociétés commerciales.

23. B. Dondero, « La société, un terrain propice aux MARC ? Arbitrage et société », LPA 3 déc. 2009, n° 241, p. 23.

24. Com., 5 mars 1991, n° 89-19.940.

Aussi, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a-t-elle considéré, à l'occasion d'un arrêt de principe rendu le 10 juillet 2007, que la cession de droits sociaux d'une société commerciale, n'emportant pas cession de contrôle, était « relative à une société commerciale » et, par conséquent, arbitrabile²⁵. Un arrêt de la Première Chambre civile de la Cour de cassation du 22 octobre 2014 est cependant venu semer le trouble, en confirmant le raisonnement d'une Cour d'appel qui avait jugé valide une clause compromissoire insérée dans une promesse de cession de parts sociales au motif que la cession, qui portait sur la totalité des parts sociales, avait une nature commerciale dès lors qu'elle « avait pour effet de transférer le contrôle de cette société »²⁶. Certains auteurs y ont vu une réintroduction, par la Première Chambre civile, de la distinction entre cession simple et cession de contrôle²⁷, pourtant abandonnée en 2007 par la Chambre commerciale. D'autres auteurs, plus nuancés, ont plutôt estimé que l'arrêt de 2014 venait seulement confirmer la jurisprudence, établie de longue date, selon laquelle la cession de contrôle, en tant qu'acte de commerce, peut faire l'objet d'un arbitrage, sans pour autant remettre en cause la solution de 2007 qui reconnaît le caractère arbitrabile d'une cession simple de titres de société commerciale²⁸. Les juges du fond semblent être de cet avis et ont encore récemment reconnu un caractère commercial à des cessions de droits sociaux n'emportant pas cession de contrôle²⁹.

Par ailleurs, ce sont surtout les différentes mutations de l'article 2061 du Code civil qui marquent le mouvement de faveur pour la validité des clauses compromissoires, y compris dans le domaine du droit des sociétés. Mettant un terme à la nullité de principe de la clause compromissoire, la réforme de 2001 a consacré sa validité de principe « dans les contrats conclus à raison d'une activité professionnelle ». Toute référence à la notion de validité a ensuite disparu. En effet, depuis 2016, la clause compromissoire contractée par une partie hors de son activité professionnelle n'est plus nulle, mais lui est seulement inopposable ; celle-ci est donc libre d'initier une procédure d'arbitrage sur le fondement de cette clause. En revanche, le recours à l'arbitrage ne saurait lui être imposé³⁰.

25. Com., 10 juill. 2007, n° 06-16.548.

26. Civ. 1^{re}, 22 oct. 2014, n° 13-11.568.

27. B. Dondero, « Le critère de la compétence arbitrale en cas de cession de contrôle », *Gaz. Pal.* 2 déc. 2014, n° 336, p. 18 ; S. Cabrillac, « Efficacité de la clause compromissoire d'un acte emportant principalement cession de la totalité des parts d'une société commerciale », *Gaz. Pal.* 12 févr. 2015, n° 43, p. 15.

28. R. Mortier, « La cession de contrôle, terre d'élection de l'arbitrage », *Dr. sociétés* n° 1, janv. 2015, comm. 3 ; J.-J. Ansault, « Les clauses d'arbitrage confrontées au droit des sociétés », *Gaz. Pal.* 13 août 2015, n° 225, p. 25.

29. CA Paris, 2 févr. 2018, n° 16/17332 ; CA Douai, 2 avr. 2020, n° 19/04751.

30. V. à propos de la nouvelle rédaction de l'article 2061 du Code civil : Ch. Jarrosson et J.-B. Racine, « Les dispositions relatives à l'arbitrage dans la loi de modernisation de la justice du XXI^e siècle », *Rev. arb.* 2016, pp. 1007-1027, spéc. §19 : « La partie n'ayant pas contracté dans le cadre de son activité professionnelle bénéficie ainsi d'une option. Elle peut accepter la mise en œuvre de la clause compromissoire (soit en qualité de demandeur si elle l'invoque, soit en qualité de défendeur si elle ne se prévaut pas de l'inopposabilité). Dans le cas inverse, il lui est loisible de refuser la mise en œuvre de la clause compromissoire, soit en saisissant un tribunal étatique si elle est demanderesse, soit en soulevant une exception d'incompétence devant le tribunal arbitral

Au regard des articles 2061 du Code civil et L. 721-3 du Code de commerce, dans leur rédaction actuelle, il apparaît que l'arbitrage ne pourrait être exclu que pour les litiges relatifs à des sociétés non commerciales et initiés à l'encontre d'une partie n'ayant pas contracté dans le cadre de son activité professionnelle – dans l'hypothèse, seulement, où celle-ci refuse de se voir opposer la clause compromissoire qu'elle a conclue. Cela pourrait concerner certaines sociétés civiles n'ayant pas d'activité professionnelle, telles que, par exemple, les sociétés civiles immobilières familiales. De la même manière, un associé dont la participation ne s'inscrit pas dans le cadre d'une activité professionnelle ne devrait pas pouvoir se voir opposer une clause compromissoire³¹.

Il convient de préciser que les développements qui précèdent ne concernent que l'arbitrage interne. Pour ce qui est de l'arbitrage international – défini par l'article 1504 du Code de procédure civile comme « l'arbitrage qui met en cause des intérêts du commerce international », c'est-à-dire à chaque fois que « le litige soumis à l'arbitre porte sur une opération qui ne se dénoue pas économiquement dans un seul État »³² –, la jurisprudence a, en amont de toutes les évolutions législatives évoquées ci-dessus, admis très largement la validité des clauses compromissoires. Depuis un arrêt *Zanzi* de 1999, la Cour de cassation reconnaît, sur le fondement du « principe de validité de la clause d'arbitrage international [...] que la juridiction étatique est incompétente pour statuer, à titre principal, sur la validité de la clause d'arbitrage, et que l'article 2061 du Code civil est sans application dans l'ordre international »³³. Est ainsi admise, conformément à ce principe de validité de la clause d'arbitrage international, l'arbitrabilité des cessions de droits sociaux³⁴.

Le recours à l'arbitrage pour le règlement des litiges sociétaires est donc désormais largement ouvert, que ce soit en arbitrage interne ou, plus encore, en arbitrage international. Le recours à l'arbitrage a ainsi été retenu dans des litiges aussi variés que :

constitué (ou plus simplement en faisant barrage à la constitution dudit tribunal). On ne lui demande donc pas de réitérer son consentement, mais elle peut soit directement mettre en œuvre la clause si elle est demanderesse, soit ne pas s'y opposer lorsqu'elle est défenderesse ».

31. Ch. Seraglini et J. Ortscheidt, *Droit de l'arbitrage interne et international*, *op. cit.*, §140. V. sur la notion d'activité professionnelle : J.-J. Ansault, « Les clauses d'arbitrage confrontées au droit des sociétés », *op. cit.* ; A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *Rev. arb.* 2013, pp. 651-671.

32. CA Paris, 29 mars 2001, *Rev. arb.* 2001, p. 543 ; CA Paris, 15 mai 2008, n° 06/17874 ; Civ. 1^{re}, 26 janv. 2011, n° 09-10.198. Pour une application dans le domaine d'une cession de droits sociaux : CA Paris, 29 sept. 2011, n° 10/10807. Il sera précisé que le caractère international de l'arbitrage répond à un critère économique et s'apprécie donc en fonction de la nature des relations économiques en cause, la nationalité des parties, le siège de l'arbitrage et la loi applicable au fond du litige étant, pour leur part, inopérants (CA Paris, 21 janv. 2009, n° 08/18859 ; Civ. 1^{re}, 26 janv. 2011, n° 09-10.198).

33. Civ. 1^{re}, 5 janv. 1999, n° 96-21.430, *Zanzi*. V. pour un exemple plus récent : CA Paris, 21 janv. 2009, n° 08/18859. La Cour de cassation avait déjà reconnu, dès 1997, l'arbitrabilité des litiges civils (en l'occurrence à l'encontre d'un consommateur) : Civ. 1^{re}, 21 mai 1997, n° 95-11.429, *Jaguar*.

34. V. en ce sens : Th. Clay, « Le règlement arbitral des litiges nés de la cession de parts sociales », LPA 2012, n° 108, p. 46 ; A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *op. cit.*

– Les contestations des décisions prises par les actionnaires en assemblées générales³⁵. La Cour d'appel de Paris a ainsi accepté que la contestation, par un actionnaire, de son exclusion par une décision de l'assemblée générale extraordinaire, sur le fondement de l'abus de majorité, pouvait être portée devant un tribunal arbitral³⁶ ;

– L'action en responsabilité civile à l'encontre des dirigeants sociaux, ainsi que leur révocation³⁷. La Cour d'appel de Paris a notamment consacré, dans un arrêt du 7 octobre 2014, l'arbitrabilité de l'action *ut singuli* mise en œuvre par un actionnaire à l'encontre du président du directoire de la société³⁸. La doctrine estime d'ailleurs que cette solution n'est « guère discutable et ce au regard de la nature même de l'action sociale "*ut singuli*" [...]. L'action exercée *ut singuli* n'est jamais que celle de la société et doit être portée devant la juridiction arbitrale, qu'elle soit mise en œuvre par le représentant légal de la société ou par un actionnaire »³⁹ ;

– La dissolution⁴⁰ (pour causes « privées » c'est-à-dire, par exemple, en raison d'une paralysie de la vie sociale du fait de la mésentente des associés⁴¹) et la nullité de la société. Alors que, pendant longtemps, la nullité des sociétés semblait marquer « la limite infranchissable de l'arbitrage sociétaire »⁴², il apparaît qu'une telle limite soit désormais franchie⁴³.

Il ressort donc de ce qui précède que tant les litiges relatifs à la constitution, que ceux tenant au fonctionnement ou à la dissolution de la société, sont aujourd'hui considérés comme arbitrables. N'est plus guère discutée, non plus, la possibilité de soumettre à l'arbitrage les litiges nés de la cession de droits sociaux, et ce que la cession opère ou non un transfert de contrôle de la société – à

35. Cela comprend par exemple les litiges liés au droit de vote et aux conventions de vote entre actionnaires, V. à cet égard : D. Cohen, *Arbitrage et société*, LGDJ 1993, p. 125, §266.

36. CA Paris, 6 janv. 1984, *Rev. arb.* 1985, p. 279.

37. CA Paris, 24 nov. 1981, *Rev. arb.* 1982, p. 224.

38. CA Paris, 7 oct. 2014, *Rev. arb.* 2015, pp. 536-539.

39. A. Couret, « L'action sociale *ut singuli* à l'encontre de dirigeants sociaux peut faire l'objet d'une procédure arbitrale », note sous Paris, 7 oct. 2014, *Rev. arb.* 2015, pp. 539-542, spéc. §11.

40. Com., 30 janv. 1967, *Rev. arb.* 1967, p. 92.

41. La dissolution due à la mise en œuvre d'une procédure collective n'est en revanche pas arbitrale (V. Ch. Seraglini et J. Ortscheidt, *Droit de l'arbitrage interne et international*, op. cit., §147).

42. D. Cohen, *Arbitrage et société*, op. cit., p. 143, §292.

43. Com., 9 avr. 2002, n° 98-16.829. Dans cet arrêt, la Cour de cassation a rejeté le pourvoi formé à l'encontre de l'arrêt d'appel qui avait retenu l'incompétence du tribunal de commerce pour connaître d'une action en nullité d'une société en participation, en raison de la clause compromissoire stipulée dans ses statuts. La Cour de cassation affirme qu'« il appartient à l'arbitre, hors les cas où la non-arbitrabilité relève de la matière, de mettre en œuvre les règles impératives du droit, sous le contrôle du juge de l'annulation ». La doctrine en déduit que l'action en nullité est désormais arbitrale. V. en ce sens, E. Loquin, « De l'arbitrabilité de l'action en nullité d'une société (Com. 9 avr. 2002, Toulousy c/ SNC Philam, inédit) », *RTD Com.* 2003, p. 62 ; O. Caprasse, « Les décisions sociales », *Rev. arb.* 2013, pp. 673-704, §36. La Cour de cassation n'ayant pas eu l'occasion de se prononcer à nouveau sur le sujet, un léger doute subsiste, d'autant que la société en cause dans l'arrêt du 9 avril 2002 était une société en participation et donc dépourvue de personnalité morale.

l'exception, on l'a vu, en matière interne, des cessions simples de titres de sociétés civiles conclues à des fins non-professionnelles⁴⁴.

Le contentieux des cessions de droits sociaux est même devenu un terrain propice à l'arbitrage. Le recours à ce mode de règlement des conflits est tout d'abord usuel dans les litiges relatifs à la mise en œuvre des garanties de passif⁴⁵. Plus largement, comme le relève à juste titre le Professeur Jean-Jacques Ansault, « l'arbitrage est très volontiers associé à la matière des cessions de droits sociaux, tout particulièrement à l'occasion des transferts complexes où jouent des clauses d'*earn-out*⁴⁶, lesquelles appellent le plus souvent un travail important de pacification »⁴⁷. Il n'est ainsi pas rare que les litiges portant sur la détermination ou l'ajustement du prix de cession des titres soient soumis à l'arbitrage⁴⁸. Encore récemment, dans un arrêt du 10 octobre 2018⁴⁹, la Cour de cassation a approuvé l'arrêt d'appel ayant refusé de déclarer manifestement nulle la clause compromissoire accordant aux arbitres le pouvoir de procéder eux-mêmes à l'évaluation du prix de cession des parts sociales, en vertu de l'article 1843-4 du Code civil, et de trancher le litige relatif à la valeur de remboursement due à l'associé exclu.

Qu'en est-il des cessions de titres cotés ? Le seul fait que le titre soit coté ne retire pas à la matière son caractère arbitral. On peut imaginer le cas par exemple d'un litige découlant de la cession, par un actionnaire, d'un bloc de contrôle hors-marché, aux termes d'un contrat spécifique comportant une clause compromissoire. Un tel litige peut parfaitement être soumis à l'arbitrage⁵⁰. Les difficultés surgissent lorsque la cession se fait sur un marché réglementé faisant intervenir, outre les investisseurs privés (qui s'échangent des actions cotées sur les marchés réglementés), des professionnels, notamment l'entreprise de marché chargée de son bon fonctionnement (par exemple *Euronext*) et les membres du marché, prestataires de services d'investissements servant d'intermédiaires à la négociation sur marchés réglementés. L'opération de cession est alors fortement réglementée. Et s'il est, en théorie, concevable de soumettre à l'arbitrage les différends entre

44. V. la doctrine très fournie à ce sujet : D. Cohen, « L'arbitrage et les cessions de droits sociaux », *Gaz. Pal.* 2010, n° 140, p. 87 ; Th. Clay, « Le règlement arbitral des litiges nés de la cession de parts sociales », *op. cit.* ; A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *op. cit.*

45. A. Viandier, « Arbitrage et garanties de passif », *Rev. arb.* 1994, pp. 439-460, §17 : « [L] arbitrage est d'usage en matière de garanties de passif. Cet usage s'expliquerait tout à la fois, par la nature technique des litiges, par les avantages de la procédure arbitrale, sa souplesse, et par le besoin de discrétion ».

46. La clause d'*earn out* ou clause de complément de prix est « la clause d'une convention de cession de droits sociaux, par laquelle il est convenu qu'une partie du prix est fonction des performances futures de la société dont les parts ou actions sont cédées. Ainsi, le cédant continue d'être intéressé au bon fonctionnement social pendant une durée déterminée, allant en pratique de deux à cinq ans », J. Mestre, *Les principales clauses des contrats d'affaires*, 2^e éd., Lextenso 2018, §584.

47. J.-J. Ansault, « Les clauses d'arbitrage confrontées au droit des sociétés », *op. cit.*

48. CA Paris, 29 sept. 2011, n° 10/10807 ; CA Paris, 29 mai 2012, n° 10/24591.

49. Com., 10 oct. 2018, n° 16-22.215. V. en particulier, à ce sujet : X. Boucobza et Y.-M. Serinet, « L'expertise de l'article 1843-4 du Code civil, l'arbitrage et les voies de recours », *RDC* 2019, n° 115x0, p. 92.

50. X. Boucobza, « L'arbitrage en matière financière », in *Nouvelles perspectives en matière d'arbitrage*, dir. Th. Clay, Dr. et patr., juin 2002, p. 73 ; A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *op. cit.*, spéc. §14.

l'investisseur actionnaire et le professionnel de marché, il convient de souligner que l'utilisation de clauses d'arbitrage en la matière est rare⁵¹. Les arbitres saisis d'un tel litige devront, en tout état de cause, s'assurer du respect des règles d'ordre public de droit boursier et vérifier que ledit litige ne relève pas de la compétence exclusive de l'AMF. En effet, « la mission de l'arbitre dans ces cas de figure s'arrête là où la compétence exclusive de l'AMF reprend le dessus : pour apprécier si l'offre publique est recevable par exemple, pour apprécier si les règles présidant au déroulement de l'offre ont été correctement respectées »⁵².

Force est ainsi de constater que l'ensemble des litiges rythmant la vie de la société et de ses associés peut être soumis à l'arbitrage. Encore faut-il, bien évidemment, qu'une clause compromissoire ait vocation à s'appliquer.

B. La portée de la clause compromissoire dans les litiges sociétaires

En matière de litiges sociétaires, la clause d'arbitrage est stipulée dans les statuts de la société ou dans des actes extrastatutaires, en particulier les pactes d'actionnaires et les contrats de cessions de droits sociaux (1.). Toutefois, la clause « rayonne », selon l'expression consacrée, bien souvent au-delà des seuls signataires et du seul acte dans lequel elle est insérée (2.).

1. Les effets de la clause d'arbitrage entre les parties aux statuts et aux actes extrastatutaires

La portée de la clause compromissoire dépend avant tout de sa rédaction. En ce qui concerne la clause insérée dans un acte extrastatutaire, la rédaction ne pose généralement pas de difficulté puisqu'elle vise en principe les différends pouvant surgir entre les parties à l'acte. Ainsi, la clause d'arbitrage stipulée dans un pacte d'actionnaires ne lie que les actionnaires – et non la société dont ils détiennent le capital – et ne s'applique qu'aux litiges concernant ce pacte – en général, tous les litiges ayant trait à l'existence, la validité ou encore l'exécution du pacte⁵³.

En revanche, lorsque la clause d'arbitrage est prévue dans les statuts de la société, sa formulation peut bien souvent être source de difficultés. S'il est d'usage que la clause d'arbitrage statutaire vise tous les litiges entre les associés et la société, entre les associés eux-mêmes ou encore entre la société et ses organes de gestion, cela n'est pas systématique. Il arrive que la clause ne concerne spécifiquement que

51. On notera par ailleurs un développement croissant de l'arbitrage dans les litiges entre professionnels de marchés, par exemple en cas de contestation par un membre, d'une décision de l'entreprise de marché – comme en matière d'admission ou de radiation des instruments financiers aux négociations. Des centres d'arbitrage, tels que le *NASD Dispute Resolution* à New York, ou encore – dans une moindre mesure – *Euro.Arbitrage* à Paris, sont même dédiés spécifiquement au règlement des litiges entre professionnels du marché. Et certains marchés réglementés, notamment la bourse pan-européenne *Euronext*, prévoient expressément dans leurs règles le recours à l'arbitrage (V. sur ce point : F. Fages et J. Rossi, « Arbitrage en matière financière : nouvelles perspectives », *Gaz. Pal.* 19 déc. 2012, n° 353, p. 29 ; Th. Clay, « L'arbitrage en matière financière, entretien avec F. Fages », *LPA* 29 mars 2002, n° 64, p. 4).

52. A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *op. cit.*, spéc. §14.

53. O. Caprasse et R. Aydogdu, *Les conflits entre actionnaires. Prévention et résolution*, Larcier 2010, p. 414, §810.

certains types de litiges. S'il s'agit par exemple des seuls différends entre les associés et la société, le conflit opposant les associés entre eux ne pourra pas être soumis à l'arbitrage. De la même manière, si la clause ne vise que les litiges entre associés, elle ne pourra couvrir le différend entre l'associé et la société⁵⁴.

En tout état de cause, la clause d'arbitrage statutaire n'est pas censée s'appliquer au litige étranger à la vie sociale, même si celui-ci oppose plusieurs associés entre eux. Il en va de même pour le litige découlant d'une cession de droits sociaux, laquelle ne concerne, en principe, que l'associé cédant et le cessionnaire. Il en va toutefois différemment lorsque les statuts contiennent une clause d'agrément ou de préemption, restreignant la libre cessibilité des droits sociaux. Comme l'explique un auteur, « le déclenchement de ces clauses conduit à faire de la société et d'autres associés de véritables acteurs de ce processus et les désigne comme propriétaires potentiels des titres »⁵⁵. Tout litige issu de la mise en œuvre de ces clauses d'agrément ou de préemption, dans le cadre d'une cession de droits sociaux, sera donc soumis à l'arbitrage.

On rappellera, par ailleurs, que la clause compromissoire stipulée dans les statuts et visant les associés oblige tant les associés présents que les associés futurs, lesquels adhèrent aux statuts lors de leur entrée au capital de la société⁵⁶. Une clause compromissoire insérée dans les statuts en cours de vie sociale s'applique d'ailleurs même aux associés qui ne l'auraient pas acceptée (soit qu'ils n'aient pas voté, soit qu'ils aient voté contre), dès l'instant où les conditions requises pour la modification des statuts ont été respectées⁵⁷.

Aux difficultés soulevées ci-dessus, s'ajoute un degré de complexité supplémentaire : celui de la potentielle extension ou transmission de la clause d'arbitrage.

2. *L'extension et la transmission de la clause d'arbitrage dans le cadre des litiges sociétaires*

Comme cela a été précédemment démontré, les effets de la clause d'arbitrage peuvent « rayonner » au-delà des rapports entre les signataires ainsi que de l'acte dans lequel elle est stipulée.

Il arrive tout d'abord, on l'a vu, que la clause compromissoire statutaire lie non seulement la société et les actionnaires visés par la clause, mais également les personnes non-actionnaires qui, du fait de leur immixtion dans le fonctionnement de la société, se sont comportées comme de vrais actionnaires et ont implicitement accepté la clause compromissoire stipulée dans les statuts⁵⁸.

Mais les hypothèses d'extension se retrouvent plus particulièrement en matière de cession de droits sociaux ; il se peut en effet que la clause compromissoire,

54. D. Cohen, *Arbitrage et société*, *op. cit.*, pp. 259-260, §494.

55. J.-J. Ansault, « Les clauses d'arbitrage confrontées au droit des sociétés », *op. cit.*

56. D. Cohen, *Arbitrage et société*, *op. cit.*, p. 261, §495.

57. La solution adoptée par la Cour de justice de l'Union européenne au sujet des clauses attributives de juridiction (CJUE, 10 mars 1992, aff. n° C-214/89) devrait être transposable aux clauses compromissoires (V. en ce sens : O. Caprasse, « Les décisions sociales », *Rev. arb.* 2013, pp. 673-704, §§68 et s.).

58. Com., 6 oct. 2010, n° 08-20.563, *Abela* (cf. *supra* I. B. 2.).

généralement stipulée dans le contrat de cession d'actions⁵⁹, produise ses effets au-delà du domaine strict de ce contrat.

La jurisprudence admet en effet l'extension *ratione materiae* de la clause compromissoire prévue dans le contrat de cession, aux contrats liés – tels que, par exemple, les contrats de garanties accessoires – qui forment, avec le contrat de cession, un tout indivisible ou un ensemble contractuel unique. La Cour de cassation a ainsi reconnu que la clause compromissoire stipulée dans une garantie d'actif et de passif devait être étendue à la convention ultérieure, destinée à régler les difficultés rencontrées par les parties du fait des pertes importantes subies par la société cédée, dès lors que « cette convention n'était que la suite de la première »⁶⁰. Une telle extension de la clause compromissoire aux contrats liés trouve bien entendu sa limite dans l'expression d'une volonté contraire des parties. C'est le cas lorsque deux contrats contiennent des clauses compromissoires inconciliables – visant, par exemple, deux centres d'arbitrage distincts⁶¹ – ou encore lorsque l'un contient une clause compromissoire, et l'autre une clause d'élection de for⁶².

La clause compromissoire peut en outre faire l'objet d'une extension *ratione personae*, par exemple à un tiers bénéficiaire du contrat : c'est l'hypothèse de la stipulation pour autrui, dont le principal terrain d'élection est le contentieux des garanties de passif. Depuis un arrêt du 11 juillet 2006, la Cour de cassation considère que « la clause d'arbitrage contenue dans le contrat liant le stipulant au promettant peut être invoquée par et contre le tiers bénéficiaire d'une stipulation pour autrui, et donc contre la société bénéficiaire de la garantie de passif »⁶³.

Outre les hypothèses d'extension susmentionnées, le rayonnement de la clause d'arbitrage peut aussi résulter d'une transmission juridique. Il est aujourd'hui constant que la transmission d'un contrat entraîne, par principe, transmission de la clause compromissoire qui y est stipulée⁶⁴. Pour autant, ce transfert de la clause d'arbitrage en cas de cessions successives de droits sociaux n'est pas systématique, dès lors que ne sont pas toujours transmissibles les droits substantiels auxquels est attachée la clause. C'est, en pratique, la transmissibilité des garanties de passif – et donc des clauses d'arbitrage qui les accompagnent – qui constitue le cœur du

59. On a vu néanmoins que la clause compromissoire stipulée dans les statuts peut avoir vocation à s'appliquer à la cession d'action lorsque le litige concerne la mise en œuvre d'une clause d'agrément ou de préemption statutaire.

60. Com., 5 mars 1991, n° 89-19.940.

61. CA Paris, 16 nov. 2006, n° 04/24238.

62. Civ. 1^{re}, 6 nov. 2013, n° 11-17.736. V. pour un exemple récent : Civ. 1^{re}, 4 déc. 2019, n° 18-23.395. Dans ce dernier arrêt, la Cour de cassation a considéré que la clause compromissoire insérée dans deux contrats de cession était manifestement inapplicable aux différends découlant du contrat de nantissement conclu pour la mise en œuvre de ces contrats de cession et contenant une clause attributive de juridiction au profit du Tribunal de commerce de Paris, au motif que « les parties avaient voulu distinguer, par des clauses contraires, le contrat tripartite de nantissement des contrats [de cession] des 4 octobre 2001 et 11 mars 2002, qui n'avaient pas le même objet et ne constituaient pas avec celui-ci un ensemble contractuel unique et indivisible ».

63. Civ. 1^{re}, 11 juill. 2006, n° 03-11.983. V. dans le même sens : Civ. 1^{re}, 10 oct. 2012, n° 12-20.797.

64. Civ. 1^{re}, 8 févr. 2000, n° 95-14.330 (pour l'arbitrage international) ; Civ. 1^{re}, 20 déc. 2001, n° 00-10.806 (pour l'arbitrage interne).

débat. La jurisprudence distingue en effet entre deux types de garanties : d'une part, les garanties de passif au sens strict qui, destinées à la reconstitution du patrimoine social, bénéficient à la société et sont, par conséquent, attachées aux droits sociaux transmis ; d'autre part, les garanties dites « de valeur » qui, dès lors qu'elle se traduisent par la révision du prix ou le versement d'une indemnité en cas de révélation d'un passif ou diminution d'un actif, bénéficient au cessionnaire⁶⁵. Seule la garantie de passif au sens strict est transmise automatiquement au sous-acquéreur⁶⁶, la clause d'arbitrage applicable à la garantie de passif suivant le sort de celle-ci. Ainsi, seule la clause compromissoire attachée à une telle garantie de passif peut faire l'objet d'une transmission.

Si la question de l'extension et de la transmission des clauses d'arbitrage est aussi récurrente en matière sociétaire, c'est parce que les litiges en ce domaine font souvent intervenir plusieurs acteurs de la vie de la société. Pour ne citer qu'un exemple déjà évoqué, la cession de droits sociaux soumise à un mécanisme d'agrément ou de préemption fait intervenir, outre le cédant et le cessionnaire, les associés titulaires du droit d'agrément ou de préemption ainsi que la société elle-même. Aussi, les litiges sociétaires sont-ils bien souvent multipartites. Si les diverses causes d'extension, *ratione personae* et *ratione materiae*, et de transmission de la clause d'arbitrage ont l'avantage d'éviter un éparpillement du contentieux et d'assurer une consolidation de la procédure, il arrive toutefois que la multiplicité des parties soit source de difficultés dans la conduite de la procédure arbitrale. On pense, en particulier, à la constitution du tribunal arbitral qui nécessite que plusieurs parties, co-demandresses ou co-défenderesses, se mettent d'accord sur le choix de l'arbitre. La Cour de cassation considère à cet égard, en vertu d'un principe d'égalité des parties dans la nomination de l'arbitre, qu'il ne peut être imposé à deux parties co-défenderesses dont les intérêts ne sont pas alignés de choisir en commun un arbitre⁶⁷. Afin d'éviter les situations de blocage, certains règlements d'arbitrage prévoient qu'à défaut de désignation conjointe de l'arbitre, l'institution d'arbitrage se charge de la nomination⁶⁸. Dans le même sens, l'article 1453 du Code de procédure civile dispose que « lorsque le litige oppose plus de deux parties et que celles-ci ne s'accordent pas sur les modalités de constitution du tribunal arbitral, la personne chargée d'organiser l'arbitrage ou, à défaut, le juge d'appui désigne le ou les arbitres ».

65. V. sur la distinction entre garantie de passif au sens strict et garantie de valeur : H. Lécuyer et D. Poracchia, « La circulation de la garantie de passif et de la clause compromissoire », in *Arbitrage et garantie de passif*, dossier, Dr. et patr. 2008, n° 166, p. 67.

66. A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *op. cit.*, spéc. §27 ; H. Lécuyer et D. Poracchia, « La circulation de la garantie de passif et de la clause compromissoire », in *Arbitrage et garantie de passif*, *op. cit.* Si la garantie de valeur n'est pas, par principe, transmissible automatiquement, elle pourrait l'être au moyen d'une stipulation expresse en ce sens dans le contrat de cession ou via le mécanisme de cession de créance de droit commun (Com., 9 oct. 2012, n° 11-21.528. V. également : A. Couret, « Les cessions de droits sociaux », *op. cit.*, §26).

67. Civ. 1^{re}, 7 janv. 1992, n° 89-18.708 et 89-18.726, *Dutco*.

68. Règlement d'arbitrage CCI en vigueur à compter du 1^{er} janv. 2017, article 12.8. La Cour d'appel de Paris a jugé que ne viole pas le principe d'égalité des parties dans la constitution du tribunal arbitral, l'institution d'arbitrage qui désigne un arbitre à la place des codéfendeurs n'ayant pas d'intérêts divergents (CA Paris, 3 déc. 2013, n° 12/07062).

En définitive, la clause d'arbitrage – dont la validité n'est plus remise en cause – se voit conférer un rayonnement particulièrement large dans les litiges sociétaires. Et tout ce qui précède laisse penser que la procédure d'arbitrage est tout à fait adaptée au règlement de ce type de litige.

Pour autant, force est d'admettre que le recours aux clauses d'arbitrage dans les statuts ou les pactes d'actionnaires, bien qu'habituel, est loin d'être systématique⁶⁹. Il semblerait en effet que le juge étatique reste une juridiction appréciée en matière de litiges sociétaires.

C. L'opportunité d'un recours à la justice arbitrale face à la justice étatique

Les avantages de l'arbitrage sur la justice sont bien connus : neutralité⁷⁰, flexibilité, confidentialité, célérité relative, choix des juges, expertise et maîtrise des sujets techniques, possibilité de statuer en amiable composition, finalité, etc.⁷¹

Et le recours à l'arbitrage paraît d'autant plus approprié dans les litiges sociétaires internationaux. Des auteurs soulignent à juste titre que « [l']arbitrage est susceptible, peut-être plus que la juridiction étatique, de favoriser la bonne poursuite des rapports sociétaires qui s'inscrivent dans le long terme. En outre, nombre de litiges en la matière peuvent mettre en présence des intervenants de pays différents. L'absence de juridiction privée internationale rend alors parfois l'arbitrage indispensable aux yeux des parties soucieuses de “jouer en terrain neutre” »⁷².

Pour autant, le juge étatique continue d'occuper une place de choix dans le règlement des litiges sociétaires. Cela tient notamment, semble-t-il, au fait que de nombreuses procédures destinées à régler les conflits internes aux sociétés – c'est-à-dire les conflits d'actionnaires et les litiges entre les actionnaires et les organes de la société –, sont traditionnellement portées devant le juge étatique et, plus précisément, le juge des référés.

Il en va ainsi, par exemple, de :

– L'expertise de gestion, qui permet à « un ou plusieurs associés [...] [de] demander en justice la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion »⁷³ ;

– La nomination en justice d'un administrateur provisoire, chargé de remplacer temporairement les dirigeants, lorsque les circonstances rendent « impossible le fonctionnement normal de la société et la menacent d'un péril imminent »⁷⁴ ;

69. V. en ce sens : B. Dondero, « La société, un terrain propice aux MARC ? Arbitrage et société », *op. cit.*

70. S'agissant particulièrement des litiges internationaux.

71. V. sur ce point : D. Cohen, « L'arbitrage et les cessions de droits sociaux », *op. cit.*

72. O. Caprasse et R. Aydogdu, *Les conflits entre actionnaires. Prévention et résolution*, Larcier 2010, p. 379.

73. Articles L. 223-37 (pour les SARL) et L. 225-231 (pour les SA), Code de commerce.

74. V. pour un exemple récent : CA Paris, 6 août 2019, n°18/22544. Il convient de noter que la nomination en justice d'un administrateur provisoire est une création purement prétorienne.

– La nomination d'un mandataire *ad hoc*, chargé d'accomplir une mission ponctuelle (sans qu'il y ait substitution de dirigeants), par exemple, convoquer une assemblée générale⁷⁵ ;

– La communication de documents sociaux, lorsque la société refuse de satisfaire à la demande de l'actionnaire en ce sens⁷⁶ ;

– L'ajournement d'une réunion d'un organe délibératif, telle qu'une assemblée générale, dans des circonstances exceptionnelles qui risqueraient d'entraîner la nullité de l'assemblée⁷⁷ ;

– La mise sous séquestre de droits sociaux dont la propriété est litigieuse⁷⁸ ;

– La nomination d'un expert, sur le fondement de l'article 1843-4 du Code civil, ou d'un tiers estimateur, sur le fondement de l'article 1592 du même Code, chargé d'évaluer la valeur des droits sociaux à l'occasion de leur cession.

Le point commun à ces mesures réside dans le fait qu'elles sont toutes ordonnées à l'issue d'une procédure de référé ou en la forme des référés – remplacée récemment par la « procédure accélérée au fond » –, au regard de l'urgence qu'elles revêtent. Or, le Professeur Cohen relève justement que « l'idée est répandue que l'arbitrage ne fournit pas toujours une réponse adaptée aux situations de crise et qu'il est opportun d'admettre la compétence du juge des référés, magistrat permanent pouvant être saisi de manière rapide et efficace »⁷⁹. Il semblerait donc que l'attachement des acteurs du droit des sociétés au juge étatique s'explique avant tout par les mesures provisoires et conservatoires – propres à mettre fin aux blocages rencontrés dans la vie de la société – pouvant être ordonnées par le juge des référés.

Il est pourtant acquis que le tribunal arbitral, dès lors qu'il est constitué, a le pouvoir de prononcer des mesures provisoires et conservatoires⁸⁰. Il a en outre été démontré que l'arbitre pouvait, tout comme le juge des référés, nommer un administrateur provisoire ou un mandataire *ad hoc*, ordonner une expertise de gestion, ajourner une assemblée générale, ordonner la mise sous séquestre de droits sociaux ou encore nommer un expert ou un tiers estimateur chargé d'évaluer le prix de cession des droits sociaux⁸¹.

Il est vrai néanmoins que, jusqu'à une période récente, il fallait attendre la constitution du tribunal arbitral pour solliciter une quelconque mesure provisoire ou conservatoire auprès de ce tribunal. Ces mesures étaient traditionnellement demandées aux juridictions étatiques, statuant en référé, avant la constitution du tribunal arbitral. La doctrine faisait ainsi état d'un « défaut structurel [de l'arbitrage] [...] au regard de ce type de mesures »⁸² et en déduisait que le juge des référés demeurait la juridiction la plus adaptée pour prononcer les mesures urgentes de

75. Articles L. 223-27 (pour les SARL) et L. 225-103 (pour les SA), Code de commerce.

76. Article L. 238-1, Code de commerce.

77. Com., 26 nov. 1985, n° 84-13.206.

78. « Assemblées d'actionnaires », Dictionnaire permanent Droit des affaires, Dalloz, mai 2020, §70.

79. D. Cohen, *Arbitrage et société*, op. cit., §452.

80. Articles 1449 et 1468, Code de procédure civile.

81. V. D. Cohen, *Arbitrage et société*, op. cit., pp. 242 et s., §467 et s.

82. O. Caprasse et R. Aydogdu, *Les conflits entre actionnaires. Prévention et résolution*, op. cit., p. 421, §818.

nature à régler les blocages liés aux conflits entre actionnaires et entre l'actionnaire et la société⁸³.

Ainsi, le recours aux juridictions étatiques demeure, à ce jour, usuel et pertinent pour les demandes de mesures provisoires et conservatoires. L'article 1449 alinéa 1 du Code de procédure civile a d'ailleurs consacré le principe, reconnu de longue date par la jurisprudence⁸⁴, selon lequel « l'existence d'une convention d'arbitrage ne fait pas obstacle, tant que le tribunal arbitral n'est pas constitué, à ce qu'une partie saisisse une juridiction de l'État aux fins d'obtenir une mesure d'instruction ou une mesure provisoire ou conservatoire ». Certains règlements d'arbitrage, tel que celui de la Chambre de Commerce Internationale (« CCI »), ont même réservé une place plus large aux juridictions étatiques, qui disposent, si les circonstances s'y prêtent, d'une compétence concurrente à celle du tribunal arbitral, pour prononcer des mesures provisoires ou conservatoires, y compris après la constitution de celui-ci⁸⁵. Il sera rappelé toutefois que les parties peuvent, en tout état de cause, s'interdire par avance, aux termes de leur convention d'arbitrage, d'avoir recours au juge étatique pour solliciter de telles mesures⁸⁶.

La renonciation à la compétence du juge étatique en matière de mesures provisoires et conservatoires pourrait être amenée à se développer un peu plus à l'avenir du fait de l'avènement, encore assez récent, de « l'arbitrage d'urgence ». En effet, de nombreux règlements d'arbitrage, tel que le Règlement de la CCI, prévoient désormais une procédure dite d'urgence, avec arbitre unique, dédiée aux « mesures conservatoires ou provisoires urgentes qui ne peuvent attendre la constitution d'un tribunal arbitral »⁸⁷. Cet arbitrage d'urgence, qui constitue un équivalent à la procédure de référés, peut même s'avérer plus rapide et tout aussi efficace que cette dernière⁸⁸.

83. L'article 1449 du Code de procédure civile prévoit d'ailleurs que « [l']existence d'une convention d'arbitrage ne fait pas obstacle, tant que le tribunal arbitral n'est pas constitué, à ce qu'une partie saisisse une juridiction de l'État aux fins d'obtenir une mesure d'instruction ou une mesure provisoire ou conservatoire ».

84. Civ. 1^{re}, 12 juill. 1957, Bull. civ. I, n° 546 ; Com., 10 mars 1998, n° 95-21.581.

85. Règlement d'arbitrage CCI en vigueur à compter du 1^{er} janvier 2017, article 28.2 (déjà présent en substance dans la version du Règlement d'arbitrage de 1998) : « Avant la remise du dossier au tribunal arbitral et même postérieurement si les circonstances s'y prêtent, les parties peuvent demander à toute autorité judiciaire des mesures provisoires ou conservatoires. La saisine d'une autorité judiciaire pour obtenir de telles mesures ou pour faire exécuter des mesures semblables prises par un tribunal arbitral ne contrevient pas à la convention d'arbitrage, ne constitue pas une renonciation à celle-ci, et ne préjudicie pas à la compétence du tribunal arbitral à ce titre. Pareille demande, ainsi que toutes mesures prises par l'autorité judiciaire, sont portées sans délai à la connaissance du Secrétariat qui en informe le tribunal arbitral ».

86. CA Paris, 2 avr. 2003, *Rev. arb.* 2005, pp. 115-120.

87. Règlement d'arbitrage CCI en vigueur à compter du 1^{er} janvier 2017, article 29 et annexe V. L'arbitrage d'urgence a été introduit dans la version du Règlement d'arbitrage CCI de 2012. Des procédures d'urgence équivalentes ont été introduites notamment dans les Règlements d'arbitrage de l'ACICA (*Australian Centre for International Commercial Arbitration*) en 2011, du SIAC (*Singapore International Arbitration Centre*) en 2013, du HKIAC (*Hong Kong International Arbitration Centre*) en 2013, ou encore de la LCIA (*London Court of International Arbitration*) en 2014.

88. L'arbitre d'urgence du Règlement CCI est par exemple nommé dans les deux jours de la réception de la requête et doit, en principe, rendre son ordonnance dans les 15 jours de la réception du dossier.

Si l'expérience récente ne fait pour l'instant apparaître qu'un recours limité à l'arbitrage d'urgence, elle semble néanmoins confirmer l'efficacité de cette procédure, du fait notamment de sa célérité ainsi que de la souplesse des conditions d'octroi des mesures provisoires et conservatoires sollicitées⁸⁹. On notera d'ailleurs que l'une des premières ordonnances rendue conformément à la procédure d'arbitrage d'urgence CCI, concernait une cession de droits sociaux et d'actifs ; il était demandé à l'arbitre d'urgence d'ordonner à la défenderesse de s'abstenir de transférer ses droits et actifs à des tiers, dans l'attente de la résolution du litige portant sur son droit de résilier le contrat de cession⁹⁰.

Il ressort de ce qui précède que les arbitres ont aujourd'hui le pouvoir de prononcer les mesures propres à mettre fin aux blocages des sociétés, et ce dans le cadre de procédures d'urgence. Il semblerait donc que les arbitres soient aussi bien armés que le juge étatique (et le juge des référés) pour connaître des litiges sociétaires, d'autant que le caractère souvent technique et sensible de ces derniers semble difficilement contestable et peut justifier une préférence donnée à des arbitres chevronnés en cette matière.

Dès lors, et compte tenu de ces évolutions, l'arbitrage aurait vocation à devenir, de la même manière que pour les litiges du commerce international, un mode privilégié de règlement des litiges inhérents à la vie des sociétés.

89. A. Carlevaris et J. Ricardo Feris, « *Running in the ICC Emergency Arbitrator Rules : The First Ten Cases* » 2014, ICC *International Court of Arbitration Bulletin*, Vol. 25, n° 1 ; D. Jones, « *Emergency Arbitrators and Interim Relief in International Commercial Arbitration* », in *International Arbitration Under Review : Essays in Honour of John Beechey*, 2015.

90. A. Carlevaris et J. Ricardo Feris, « *Running in the ICC Emergency Arbitrator Rules : The First Ten Cases* », 2014, ICC *International Court of Arbitration Bulletin* Vol. 25 No. 1, point 4. B. ii. Le sens de l'ordonnance de l'arbitre d'urgence n'est pas connu.

THE SHAREHOLDER IN FRANCE AND THE UNITED STATES: A COMPARATIVE ANALYSIS OF CORPORATE LEGAL PRIORITIES

Adam O. Emmerich

Partner, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (New York)

Bertrand Cardi

Associé, Darrois Villey Maillot Brochier (Paris)

Forrest G. Alogna

Associé, Darrois Villey Maillot Brochier (Paris)

Matthew T. Carpenter

Associate, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (New York)

Hadrien Bourrellis

Visiting Associate, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (New York)

Collaborateur, Darrois Villey Maillot Brochier (Paris)¹

I. INTRODUCTION

The fundamental question in the law of business organizations – what is the purpose of the corporation? – contains a related question of constituencies and therefore priorities among them – whom does the corporation serve? If, for example, the purpose that justifies the existence of the corporation is the maximization of share price, then it follows that the corporation exists to serve the shareholders that are the beneficiaries of share price increases. The answers to such questions are encoded in the laws governing the decisions of a corporation’s directors and managers and regulating the transactions that allocate the benefits and the burdens of a corporation’s activity. Different societies have reached different conclusions and enshrined different priorities in their respective legal regimes. And while the modern global corporation does business – and may serve stakeholders – far beyond the borders of its jurisdiction of incorporation, these fundamental questions of purpose are generally still determined by the lawmakers in the corporation’s place of incorporation.

1. The authors would also like to thank Kendall Maxwell, Olivia Coates and Théa Delhaye for their invaluable contributions to this article.

The corporate form in the United States² and in France³ share important features, such as limited liability, that are fundamental to the globally recognized concept of a corporation. But, as this article will explore in greater depth, different corporate legal priorities developed in each jurisdiction over time, in certain cases resulting in the evolution of different rights and privileges for shareholders. At the same time, recent global governance trends, in particular, heightened awareness of environmental, sustainability, employee and other stakeholder issues, have begun to reshape what some consider “traditional” thinking about the purpose of the corporation. In some cases, the changes flowing from these new conceptions of governance have led to a convergence of priorities, while in other cases reactions to these developments have diverged. In this Article, Part II provides a comparative view of the development and purpose of the corporation in the United States and France, including recent re-evaluations of the corporation’s purpose and whom it ought to serve; Part III explores the function of the board and the tensions between its duties to shareholders and to other stakeholders in each jurisdiction; Part IV considers the role of minority shareholders and activist investors; and Part V concludes with an assessment that governance regimes are converging more than they are diverging, with priorities becoming more alike than not.

II. THE PURPOSE OF THE CORPORATION: SHAREHOLDER PRIMACY VS. STAKEHOLDER PRIMACY

A. The Early Development of the Corporation

Legal scholars have observed that the essence of an American corporation is defined by five core attributes: legal personality, limited liability, transferability of shares, delegated management, and investor ownership⁴. The features of the modern American corporation evolved from those of the joint-stock companies formed in seventeenth century Europe. The capital-intensive, lengthy voyages pursued by joint-stock enterprises, such as the Dutch East India Company or the British East India Company, required organizations with long-term capital that could not be unilaterally withdrawn, in contrast to traditional partnerships that could be dissolved by a single investor⁵. As an incentive for passive investors to

2. A majority of corporations in the United States are governed by the Delaware General Corporation Law and, to the extent applicable, federal securities laws. As of 2019, 67.8% of Fortune 500 Companies and 89% of firms that made initial public offerings in 2019 were incorporated in Delaware. Del. Div. of Corps., *2019 Annual Report Statistics*, <https://corpfiles.delaware.gov/Annual-Reports/Division-of-Corporations-2019-Annual-Report.pdf>.

3. The most common French structures for commercial firms, public limited companies (*sociétés anonymes* or “SAs”), private limited companies (*sociétés par actions simplifiées*) and limited liability companies (*sociétés à responsabilité limitée*) all derive their legal authority from the French Commercial Code.

4. See R. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 5 (3d ed. 2017).

5. See G. Dari-Mattiacci, O. Gelderblom, J. Jonker & E. C. Perotti, *The Emergence of the Corporate Form*, 33 J. L. Econ. & Org. 193, 195-96 (2017).

commit long-term capital to inevitably speculative undertakings, free transferability of shares developed as a means of providing investors with liquidity, and limited liability, while not a novel concept, was broadly adopted to facilitate the transferability of shares⁶. These nascent features became the foundation of the modern corporation⁷.

But new modes of business organization were not without their pitfalls. Due to the size and scope of joint-stock companies, and the need to draw capital from numerous passive investors, the management of companies was separated from their ownership, giving rise to what economists call “agency costs”. Individuals in positions of managerial power in joint-stock companies, including directors, ship captains, or other managers, often prioritized personal interests over those of the company, to the stockholders’ detriment. Indeed, Adam Smith critiqued the joint-stock company for its vulnerability to agency costs⁸. This dynamic between a corporation’s owners and its managers has influenced much of the subsequent development of American corporate law.

French commercial law is borne of a confrontation between historical international commercial practices, which were pragmatic and flexible (a *lex mercatoria* determined by custom and contract and applied by merchants among themselves to resolve their own disputes)⁹, and the codified, more rigid, formal state law-making and decision-making apparatus¹⁰. The modern French corporation still exhibits the tensions of these two competing sources, as will become clear below in our discussion of the corporate interest and its evolution.

The first *grandes compagnies* appeared in France in the seventeenth century, inspired by Dutch and English practices¹¹. However, for hundreds of years, any treatment of corporations in codified law remained cursory at best¹². Although the use of the form already existed, the first modern French corporations, *sociétés anonymes* (or limited companies), were not officially treated in codified form until the Commercial Code of 1807 (which remained terse on the subject, leaving much to the shareholders to define in the articles of incorporation). For many years, other corporate forms were strongly preferred, and *sociétés anonymes* only emerged as a common form of business organization after the law on

6. *Ibid.* at 195-99, 203.

7. *Ibid.* at 198-99.

8. Ch. P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* 203 (1984): “The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private co-partnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”, quoting A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* 700 (E. Cannan ed., Modern Library 1937) (1776).

9. See N. Stolowy & M. Brochier, *France’s Commercial Courts: Administration of Justice by Ordinary Citizens*, 1 J. Bus. Law 1 (2017).

10. See C. Jallamion, *La construction historique du droit commercial français, à l’épreuve de sa nationalisation*, Gaz. Pal. 30 août 2015, n° 234c1, p. 13.

11. P. Le Cannu & B. Dondero, *Les repères normatifs du droit français des sociétés*, Droit des sociétés, nov. 2019, Lextenso, 9782275069746.

12. *Ibid.*

commercial companies of July 1867, which modernized the existing legal regime and did away with the need to obtain the authorization of a governmental body (the *Conseil d'État*) to create a *société anonyme*¹³. This was an important step in the conception of the corporation as an “institution” independent from its shareholders.

B. The History of Shareholder Primacy in the United States

Alfred Chandler, in his work on managerial capitalism, points to the 1850s as a major transition in business organization: as new technologies, such as railroads and telegraphs, permitted efficient flows of goods and information across the United States, managerial hierarchies sprung into existence as essential features of the new business landscape, able to coordinate such processes¹⁴. The rise of professional management, coupled with increasingly dispersed shareholder ownership, mainstreamed the separation of ownership and control, a phenomenon described by Adolph Berle and Gardiner Means in 1932¹⁵. However, while Adam Smith theorized that managerial independence promised a misalignment of incentives, wherein management could direct the firm’s activities for their own ends, Berle and Means recognized such independence afforded business the perspective to achieve a broader notion of community and stakeholder value¹⁶. Over the next 50 years, American business evolved much in the way Berle and Means predicted, with boards and managers acting as stewards of “social and economic institution[s]” for a dispersed and largely passive set of investors¹⁷.

However, by the 1970s, academics began to revive criticism of managerial independence and concerns over agency costs. In 1976, Michael Jensen and William Meckling published *Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure*, which critiqued the modern corporation as a conflict between self-serving managers and passive shareholders, whose investments were posited to suffer from significant agency costs wrought by the separation of ownership and control¹⁸. In the wake of the *Theory of the Firm*, a theory of shareholder primacy grew in popularity among the law and economics faculty and the business community. Indeed, shareholder primacy provided the intellectual justification for the grievances of the corporate raiders of the 1980s, and later of the hedge fund activists of the twenty-first century, who sought to dismantle and remake corporations in the name of shareholder value maximization¹⁹.

13. P. Bézard, *La société anonyme*, L.G.D.J., 1^{re} édition, 01/1987.

14. See A. D. Chandler, Jr., *The Emergence of Managerial Capitalism*, 58 Bus. Hist. R. 473, 474 (1984).

15. See L. A. Stout, *On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet)*, 36 Seattle U. L. Rev. 1169, 1169-70 (2013).

16. *Ibid.* at 1170-71.

17. *Ibid.* at 1171.

18. See generally M. C. Jensen & W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

19. See L. A. Stout, *On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet)*, *op. cit.* at 1174-75.

The essential assumption of shareholder primacy is that the purpose of the corporation is to maximize shareholder value²⁰. In 1970, Nobel Prize-winning economist Milton Friedman argued that this goal was the “one and only one social responsibility of business”²¹. As shareholder primacy entered the mainstream in the 1970s, the costs were borne by other stakeholders – “employees, customers, suppliers, communities and society”²². Until recently, the objective of maximizing shareholder value in the United States “r[an] so deeply through the relevant statutory and case law that it [was] rarely questioned or even stated”²³.

C. The History of Stakeholder Primacy in France

Throughout the 20th century, France observed a similar trend toward professional management to that witnessed in the United States. In this context, the most important piece of legislation in contemporary French corporate law, the law on commercial companies of 24 July 1966, enshrined the corporation as a stand-alone “institution” independent from its shareholders (as opposed to a mere nexus of contracts). Such recognition afforded a significant level of autonomy to corporate managers, who were entrusted with the duty to act in the corporate interest of the company. This approach has not fundamentally changed in the decades since, although some subsequent reforms have sought to introduce greater management accountability and rights for shareholders (notably the law on new economic regulations of 15 May 2001, known as the “NRE” law).

More fundamentally, the corporate manager’s autonomy is limited and grounded by the concept of the *intérêt social*, or corporate interest as the defining purpose of the corporation. The *intérêt social* is quite broad, and the prevailing view is that the interests of all corporate stakeholders (employees, customers, suppliers, shareholders, counterparties, environment, etc.) combine to form an independent interest attributable to the legal entity itself, which is the *intérêt social*²⁴. However, it should be acknowledged that a minority view of the corporate interest is that it simply represents the interests of the shareholders (and just the shareholders) as a whole via the corporation²⁵.

Any resemblance of the *intérêt social* to U.S. “stakeholder statutes” is entirely superficial. U.S. stakeholder statutes typically authorize (but do not oblige) the members of a corporation’s board of directors incorporated in that state to take into account interests of constituencies other than shareholders, such as employees, suppliers, customers and communities. While the impact of U.S. stakeholder

20. See *ibid.* at 1174.

21. M. Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits*, N.Y. Times Mag. (Sept. 13, 1970), <https://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/miltonfriedman1970.pdf> (quoting M. Friedman, *Capitalism and Freedom* (1962)).

22. M. Lipton, *Stakeholder Corporate Governance*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 1 (Dec. 2, 2019), <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.26645.19.pdf>.

23. Allen, et al., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* 3 (5th ed. 2016).

24. M. Cozian, A. Viandier & F. Deboissy, *Droit des sociétés*, 229, §394 (2012); *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, Rapport AFEP/CNPF, juill. 1995, p. 8.

25. See N. Rontchevsky, *L'utilisation de la notion de l'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier*, Bull. Joly Bourse, 1^{er} juill. 2010, no. 4, 355 §29.

statutes has been debated²⁶, the French *intérêt social* has unquestionable practical consequences.

The *intérêt social* provides solid legal grounds for managerial independence vis-à-vis the shareholders but also represents a limit to the powers of directors and officers. It arises in a number of contexts in French law²⁷, and as further detailed below, management's failure to respect the corporate interest can result in significant civil and criminal penalties. For example, the main prong of the criminal offense of "abuse of corporate assets" (*abus de bien social*) is management's failure to comply with the company's corporate interest²⁸. Similarly, any defensive measures adopted by a target in the context of a hostile takeover must be consistent with its corporate interest²⁹.

The challenge is that despite the fundamental importance of the concept, debate continues about the contours of what precisely constitutes the "corporate interest"³⁰. As a result, courts, commentators, legislators and agencies have at different times given greater or lesser credence to one or another of various perspectives.

For example, in the 1960s, *École de Rennes* academics articulated the corporate interest as the interest of the enterprise itself, a synthesis of the different categories of stakeholder interests³¹. The corporation was simply the legal structure of the business, a business whose interests transcended the parochial interests of its various stakeholders with its own general interest³². Decisions such as the Paris Court of Appeals 1965 *Fruehauf* decision were viewed as reinforcing this understanding³³.

26. See, e.g., A. N. Licht, *The Maximands of Corporate Governance*, 29 Del. J. Corp. L. 649, 703 (2004) ("[S]takeholder statutes have received only cursory attention from the courts,... have played a negligible part, if any, in litigation involving directors' decisions [and] are generally interpreted as having made hardly any change in American corporate law.").

27. See generally N. Rontchevsky, *L'utilisation de la notion de l'intérêt social en droit des sociétés, en droit pénal et en droit boursier, op. cit.* including abuse of majority, minority and equality, remuneration of directors, litigation of injunction orders in summary proceedings, dismissal for cause of corporate officers, assessment of the validity of voting agreements, validity of certain securities granted by a civil company and abuse of corporate assets.

28. The offense is defined as follows: "If the chairman, directors or managing directors of a public limited company use the company's property or credit, in bad faith, in a way which they know is contrary to the interests of the company[.]", Art. L. 242-6 3° of the French Commercial Code [informal translation].

29. Art. L. 233-32 of the French Commercial Code (any decision on defensive measures must be "within the limits of the corporate interest"). See also Art. 231-7 AMF Gen. Reg. ("Pendant la période d'offre publique, l'initiateur et la société visée s'assurent que leurs actes, décisions et déclarations n'ont pas pour effet de compromettre l'intérêt social et l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres des sociétés concernées.").

30. M. Cozian, A. Viandier & F. Deboissy, *Droit des sociétés, op. cit.* at p. 386, §2024; E. Cafritz & D. Caramalli, *La responsabilité des dirigeants de la société cible quant à leur prise de position sur l'offre envisagée*, Dalloz 2004.

31. A. Couret, *L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966*, BJS juill. 2016, n° 115e9, p. 433.

32. This conception may echo a national political discourse with roots in General de Gaulle's distinction between the general interest (*l'intérêt general*) and special interests (*les intérêts particuliers*), and his view that the former must prevail over, and could not simply be the sum of, the latter.

33. Paris, 22 mai 1965, JCP 1965. II, n° 14274 bis, concl. Nepveu; D. 1968. 147, note R. Contin: "étant observé que pour nommer un administrateur provisoire le juge des référés doit s'inspirer des intérêts sociaux par préférence aux intérêts personnels de certains associés, fussent-ils majoritaires".

Perhaps under the influence of the late-twentieth-century American trend towards shareholder primacy, as well as more generally Anglo-American conceptions of corporate governance, and in the context of the globalization and liberalization of financial markets from the 1980s forward, a more shareholder-centric view has had real influence in France in recent decades³⁴, although without overtaking the more traditional understanding of the corporate interest. In this respect, it must be emphasized that significant legislation of the last decade, such as the *Florange* law of 29 March 2014, abandoning the passivity rule, appears to espouse the more widely held view of the corporate interest as representing an independent purpose, distinct from but taking into account different stakeholder interests³⁵.

In short, although American corporate law's detour to a more shareholder-centric perspective over the last 50 years cannot be said to have been without influence in France, this imported vision of shareholder primacy never displaced the traditional French understanding of the corporate interest as representing a distinctly independent interest of the corporation, informed by different stakeholders' interests.

D. Recent Movements Toward a More Holistic Approach

1. The Movement Toward The New Paradigm in the United States

Shareholder primacy, while dominant over the last 50 years, is historically radical, and its foundation has been shaken in recent years, as prominent investors, directors, executives, academics, and business advisors have assessed its results. The era of shareholder primacy has coincided with accelerating economic inequality and climate change, which impede long-term prosperity. Institutional actors, recognizing the exigency of the current environment, have called upon corporations to look beyond short-termism and take steps to restore balance to a system that had intellectually moved away from it³⁶.

One such project, *The New Paradigm: A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*³⁷, produced for the World Economic Forum by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, with which certain of the authors of this article are affiliated,

34. Cf., G. Goffaux-Callebaut, *La définition de l'intérêt social*, RTD Com. 2004 p. 35.

35. See, e.g., C. Valter, *Rapport au nom de la Commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel*, n° 1283, p. 22.

36. See, e.g., L. Fink, *A Sense of Purpose* (BlackRock Annual Letter to CEOs), Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Jan. 17, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/> (“[Companies without a sense of purpose] will succumb to short-term pressures..., and, in the process, sacrifice investments in employee development, innovation, and capital expenditures that are necessary for long-term growth.”); C. Taraporevala, *2019 Proxy Letter—Aligning Corporate Culture with Long-Term Strategy* (Letter to State Street Global Advisors Board of Directors), Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Jan. 15, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/15/2019-proxy-letter-aligning-corporate-culture-with-long-term-strategy/> (“[A]t a time of unprecedented business disruptions,... a company’s ability to promote the attitudes and behaviors needed to navigate a much more challenging business terrain will be increasingly important.”).

37. M. Lipton, *The New Paradigm: A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*, World

articulated a “set of principles designed to foster a balanced, symbiotic relationship between corporations and shareholders that focused not just on corporate behavior, but also on shareholder behavior”³⁸. While *The New Paradigm* “recognizes a pivotal role for boards of directors in harmonizing the interests of shareholders and other stakeholders, it also assumes that shareholders and other stakeholders have more shared objectives than differences – namely, they have the same basic interest in facilitating sustainable, long-term value creation”³⁹. Likewise, the members of the 2019 Business Roundtable, reacting to the “existential threat to society” created by shareholder primacy at the expense of other stakeholders, resolved to commit to delivering value to all stakeholders in recognition that the well-being of each constituency, not just one, is critical to the well-being of the corporate enterprise⁴⁰. These recent developments may be seen as echoes of some already long-standing principles in French corporate law.

2. Intérêt Social and Recent Developments under French Law

As in the United States, in recent years, there have been an increasing number of calls to revise the French Civil Code to take into account the relationship between the corporation and greater social concerns. Ultimately, on April 11, 2019, France passed the so-called “*PACTE*” law, which amended Article 1833 of the French Civil Code to require that a corporation not only have a lawful purpose and be incorporated in the common interest of shareholders, but also that the corporation be “managed in its corporate interest, while taking into account the social and environmental issues related to its activity”⁴¹. The French Commercial Code was simultaneously modified to specifically require the governing bodies of the company to consider these issues in their decision-making⁴². In essence, this innovation goes further than the existing concept of the *intérêt social*, and may arm directors and management of French companies with stronger tools to promote long-term growth of the company for more expansive categories of interests, not just shareholders or even the company’s own limited, individual, corporate interest.

Econ. F. (Sept. 2, 2016), <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.25960.16.pdf>.

38. M. Lipton, S. A. Rosenblum, K. L. Cain & S. V. Niles, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Corporate Purpose: Stakeholders and Long-Term Growth*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (May 29, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/05/29/corporate-purpose-stakeholders-and-long-term-growth/>.

39. M. Lipton, S. A. Rosenblum, K. L. Cain, S. V. Niles, A. S. Blackett & K. I. Tatum, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Embracing the New Paradigm*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Jan. 16, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/16/embracing-the-new-paradigm/>.

40. M. Lipton, *Business Roundtable Embraces Stakeholder Corporate Governance*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 1 (Aug. 19, 2019), <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.26511.19.pdf>.

41. Art. 1833, French Civil Code, (amended May 2019): “Every company must have a lawful purpose and be incorporated in the common interest of the shareholders. The company is managed in its corporate interest, while taking into account the social and environmental issues related to its activity.”

42. Art. L. 225-35 of the French Commercial Code; art. L. 225-64, as amended.

In addition, Article 1835 of the French Civil Code was amended at the same time to permit a company to set out its *raison d'être* or corporate purpose in its articles of incorporation, consisting of the principles governing the company's conduct, including how the business allocates resources. It has been suggested that a company's *raison d'être* can be described as what is essential to fulfil its *intérêt social*⁴³. The idea is that every business has a *raison d'être* that can be memorialized in the company's articles⁴⁴. A well-drafted *raison d'être* may provide the board and management with an additional justification to resist activist initiatives (or hostile overtures in the context of a potential takeover) that are inconsistent with the *raison d'être*⁴⁵. However, in the same way, a *raison d'être* will limit the board's and management's flexibility, as they will indeed be obliged to take the *raison d'être* into account in their decision-making⁴⁶, with potential implications both for their personal liability and changes to the *raison d'être* thereafter (noting the high threshold for modifying the articles of incorporation). In some cases, a similarly positive public image for the company can be achieved by adopting a precatory *raison d'être* (*i.e.*, without changing the *statuts*), but in this case it remains debated whether the communication should be clear that it is nonbinding.

The implications of these amendments are yet to be clarified by jurisprudence or indeed much experience in practice, but they demonstrate French law's ongoing adherence to a vision of the corporation and its purposes that goes beyond the circumscribed interests of shareholders.

III. THE FUNCTION AND DUTIES OF THE BOARD VIS-À-VIS THE SHAREHOLDERS AND OTHER STAKEHOLDERS

A. What Do the Corporate Laws Demand and Whom Do the Laws Protect?

1. General Duties and Responsibilities of the Board and Its Relationship to Shareholders

In American jurisdictions, in light of the corporate form's system of delegated management, the corporation's board of directors has ultimate responsibility for

43. N. Notat and J.-D. Senard, *Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Économie et des Finances, du Travail, L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 9 mars 2018.

44. On April 30, 2019, Atos was the first company of the CAC 40 to include a *raison d'être* in its bylaws. See Atos, Press Release, *Atos Annual General Meeting – April 2019* (Apr. 30, 2019). According to a recent report, while 55% of the CAC 40 companies have stated a *raison d'être*, only 9% of them have formally added the *raison d'être* to their articles of incorporation (Atos and Carrefour, noting that Orange and Engie have included such modifications for consideration by their 2020 annual general meetings (*see* Comfluence, *Les entreprises du CAC 40 à l'âge de la raison d'être* (2 mars 2020)).

45. See, e.g., F. Alogna, *Intérêt social et « raison d'être » en défense d'OPA*, Les Échos (14 août 2018), <https://business.lesechos.fr/directions-juridiques/droit-des-affaires/statuts-des-societes/0301936235752-interet-social-et-raison-d-etre-en-defense-d-opa-322735.php>.

46. Art. L. 225-35 of the French Commercial Code. Cf., Opinion of the *Conseil d'État* on the draft *PACTE* law, 14 juin 2018, p. 39, n°105; Dalloz éditions législatives, *Droit des affaires, Une gestion des sociétés encadrée par l'intérêt social et la "raison d'être"*, 24 mai 2019; *De nouveaux enjeux pour la gestion des sociétés – intérêt et raison d'être des sociétés*, BRDA 10-19; C. Blondel, *Intérêt social élargi, raison d'être et société à mission dans la loi Pacte : la grande illusion?*, RICEA n° 4, août 2019, comm. 12.

the corporation's business affairs⁴⁷. For whose benefit the board discharges those responsibilities defines the corporation's priorities. In Delaware, and in most if not all other American jurisdictions, the board's actions are regulated by its fiduciary duties, principally the duty of care and the duty of loyalty. These duties are broad-textured, and generally the board's decisions must reflect due care in deliberation and serve the best interests of the corporation. Moreover, the decisions of directors, if made on "an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company," are afforded the safe harbor of the business judgment rule if challenged in the courts⁴⁸. Indeed, Delaware's popularity as the legal domicile of the majority of U.S. public companies is in part due to the flexibility of the fiduciary duty framework, which allows corporations to address evolving business challenges⁴⁹. Thus, while the acolytes of shareholder primacy argue that the sole purpose of the corporation is to maximize its value to shareholders, advocates of stakeholder governance reason that such narrow focus misconstrues the law's more expansive view that the board's paramount fiduciary duty is to "promote the long-term value of the corporation"⁵⁰.

As a legal matter, it can be said that corporations are independent legal persons, and that shareholders do not own the corporations themselves, only instruments that afford them limited rights⁵¹. Although shareholders are charged with the selection of directors, the location of the corporate franchise does not limit the scope of a director's duties to shareholder interests only⁵² – a director is not required to act "other than to promote the corporation's long-term business success and increase in value"⁵³. A board may determine that a corporation's long-term value is best served by considering more inclusive notions of stewardship. Indeed, a key advantage of delegated management, central to the evolution of the corporate form, is to empower boards to serve as arbiters of the diverse interests of various stakeholders⁵⁴. It is a fundamental necessity that for the board to

47. See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) ("The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors").

48. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

49. See M. Lipton, S. A. Rosenblum, K. L. Cain & K. I. Tatum, *Some Thoughts for Boards of Directors in 2020*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 4 (Dec. 9, 2019), <https://www.wlrk.com/files/2019/SomeThoughtsforBoardsOfDirectorsin2020.pdf>.

50. *Ibid.* at 1.

51. See L. A. Stout, *On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet)*, *op. cit.* at 1169 n.2.

52. See M. Lipton & W. Savitt, *Stakeholder Governance—Issues and Answers*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 2 (Oct. 24, 2019), <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.26567.19.pdf>.

53. M. Lipton, S. A. Rosenblum, W. Savitt, K. L. Cain & S. V. Niles, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance—Some Legal Points*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Sept. 20, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/20/stakeholder-governance-some-legal-points/>; see also M. Lipton & W. Savitt, *Stakeholder Governance—Issues and Answers*, *op. cit.* at 2 ("[N]ot even the most aggressive reading of precedent identifies share-price maximization as the polestar of director decision-making.").

54. See M. Lipton, K. L. Cain & K. C. Iannone, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance

discharge its duty to develop strategy and manage risk in service to value creation⁵⁵, it must consider non-shareholder interests that may impact the corporation's "longer-term strategy, sustainability, and risk profile"⁵⁶.

As discussed above, in France, corporate officers and directors have a general duty to act in the interests of the company – not limited to the interests of its shareholders. They may generally be held civilly liable for breach of their fiduciary duties vis-à-vis the company or protected third parties (such as the shareholders) when they do not comply with laws or regulations applicable to *sociétés anonymes*, infringe the by-laws of the company or negligently mismanage the company ("*fautes de gestion*"), in addition to other specific civil or criminal sanctions⁵⁷. In the 1990s, French courts began to impose on executives a duty of loyalty to the company's shareholders, as well as to the company itself⁵⁸. In an unexpected parallel with the common law development of fiduciary duties, the imposition of this duty in France was notably not a statute-based innovation, but a court-based innovation, and may have developed as a result of a gap in the civil code system in this area⁵⁹.

While the board of directors also has ultimate responsibility for the corporation's business affairs, perhaps one of the most striking differences between the approaches of the French and U.S. systems to the responsibilities and duties of management relates to business judgments. In evaluating whether a management decision constitutes mismanagement or a breach in fiduciary duties, courts often verify that the company's *intérêt social* has been complied with, also taking into account practical consequences for the company. In this respect, shareholders holding 5% or more, the workers' council, the French Financial Market Authority (known as "*AMF*"), and the public prosecutor can also demand an inquiry into the company's management decisions ("*expertise de gestion*")⁶⁰.

French courts usually only second-guess business decisions and hold managers liable for mismanagement in the context of fraudulent behavior and other extreme situations, such as bankruptcy. Specifically, the managers of a company that goes into bankruptcy can be held personally liable for all or part of the company's debts

(Aug. 24, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/08/24/stakeholder-governance-and-the-fiduciary-duties-of-directors/>.

55. By way of example, the Delaware Supreme Court recently addressed matters of risk management in *Marchand v. Barnhill*, 212 A.3d 805 (Del. Ch. 2019), the "*Blue Bell*" case, in which a multistate outbreak of listeria linked to the company's facilities killed three people and resulted in a suspension of operations and product recalls. See *ibid.* at 807. In *Blue Bell*, the court suggested that a corporation's directors failed to meet their fiduciary duties by not making a good faith board-level effort to monitor and address food safety issues that could put customers at risk. See *ibid.* at 822. The board's failure to address this "mission critical" risk to customers of course threatened the corporation's long-term value. *Ibid.* at 824.

56. M. Lipton, K. L. Cain & K. C. Iannone, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors*, *op. cit.*

57. Art. L. 225-251 of the French Commercial Code.

58. D. Martin, B. Kanovitch & F. Alogna, *Convergence, real and apparent, of rules and standards applicable to public companies: a French perspective*, RTD Financier., n° 2, 2006, pp. 10-26.

59. B. Daille-Duclos, Le devoir de loyauté du dirigeant, 39 JCPE 1486, 1490 (24 sept. 1998).

60. Art. L. 225-231 to the French Code of Commerce.

when the court determines that the company has been “mismanaged” and the mismanagement resulted in the company having insufficient assets to pay its liabilities⁶¹. This approach is in contrast to Delaware’s business judgment rule, a fundamental principle of American corporate law, and represents a limit to the notion of delegated management.

2. *The Integration of ESG into Corporate Behavior and Legal Principles*

In recognition of the fact that society charges corporations, as the principle engines of economic activity, with creating prosperity, an increasing number of institutional investors have called upon their portfolio companies to address long-term stakeholder concerns, particularly environmental, social and governance (“ESG”) considerations⁶². A number of disclosure standards that measure more than just near-term profitability have proliferated, such as the Global Reporting Initiative, the Sustainability Accounting Standards Board and the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures. Although the market is still coalescing around uniform standards, corporations are increasingly compelled by market forces to disclose quantifiable ESG performance metrics by which investors and other stakeholders can decide which companies are protecting and generating value⁶³. The impact of this increasing focus on ESG may extend broadly. For example, mergers and acquisitions advisors expect ESG to figure prominently in dealmaking, including with respect to the selection of acquisition targets, due diligence of business risks, voting decisions of major asset managers and lenders’ determinations of long-term creditworthiness⁶⁴.

Over the last 20 years, the trend to enshrine ESG principles into law has taken a more dramatic turn in France, at least in appearance. Beginning in 2001, certain listed companies were required to include qualitative and quantitative information on the social, societal and environmental consequences of their activity in the management report⁶⁵. This reporting obligation has progressively been reinforced and expanded to cover non-listed companies (exceeding certain thresholds) and to require data verification by an independent third-party organization⁶⁶.

61. Art. L. 651-2 to the French Code of Commerce.

62. See L. Fink, *A Sense of Purpose* (BlackRock Annual Letter to CEOs), *op. cit.*; C. Taraporevala, *2019 Proxy Letter—Aligning Corporate Culture with Long-Term Strategy* (Letter to State Street Global Advisors Board of Directors), *op. cit.*

63. See A. R. Brownstein, S. A. Rosenblum, D. M. Silk, M. F. Veblen, S. V. Niles & C. X. W. Lu, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *The Coming Impact of ESG on M&A*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Feb. 20, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/20/the-coming-impact-of-esg-on-ma/>.

64. See *ibid.*

65. Art. 116, NRE Law of 15 May 2001.

66. Art. 225 of the Grenelle 2 Act adopted in 2010 and implementing decree published in 2012.

At a European level, the Non-Financial Reporting Directive⁶⁷ imposed requirements for the disclosure by large companies of non-financial and diversity information. This directive was transposed into French law in 2017⁶⁸.

Looking forward, in its December 11, 2019 Communication on the European Green Deal, the European Commission noted that “companies and financial institutions will need to increase their disclosure on climate and environmental data so that investors are fully informed about the sustainability of their investments.” The Commission is currently reviewing the Non-Financial Reporting Directive to that end.

The need for boards of directors to consider not only the shareholders’ short-term interests but also long-term social and stakeholder concerns, such as gender diversity and employee welfare, has also been energetically addressed by the French legislator through board representation rules.

First, listed companies and, since the 2019 *PACTE* law, other companies meeting certain thresholds in terms of number of employees⁶⁹, have an obligation to include employee representatives in the management bodies, following the example of other continental European jurisdictions. There must be at least two employee representatives when the board of directors has at least eight other members and at least one otherwise, subject to certain exemptions for holding companies. In the case of a designation of two members, one man and one woman must be chosen. In the same vein, if the employee shareholding represents more than 3% of the share capital, listed companies and those having a certain minimum number of employees⁷⁰ also have an obligation to elect employee shareholders to the board or, as the case may be, members of the supervisory boards of mutual funds holding shares in the company reserved for employees (*fonds communs de placement d’entreprise*).

Second, regarding gender diversity, for companies whose shares are admitted to trading on a regulated market or which meet certain financial metrics and employment conditions, the proportion of directors of each gender must be at least 40%⁷¹. In the case of a board with no more than eight members, the difference between the number of women and men on the board may not exceed two. Companies that fail to comply with this obligation are subject to sanctions recently reinforced by the 2019 *PACTE* law, including the nullification of appointments and decisions made by boards that are not in compliance with the parity requirement and the suspension of payment of directors’ fees⁷².

67. Directive 2014/95/EU of 22 October 2014.

68. Ordinance of 19 July 2017 *relative à la publication d’informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d’entreprises* and its implementation decree of 9 August 2017.

69. Art. L. 225-71 of the French Commercial Code.

70. Art. L. 225-23 and L. 225-71 of the French Commercial Code.

71. Art. L. 225-18-1 of the French Commercial Code.

72. Art. L. 225-18-1, L. 225-24, L. 225-45, L. 225-69-1, L. 225-78 and L. 225-83 of the French Commercial Code.

B. How are these priorities expressed in the law governing the takeover process?

1. *Revlon Principles in a Sale of Control*

Since its issuance in 1986, the Delaware Supreme Court's decision in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*⁷³, which requires the board to "sell [the corporation] to the highest bidder" when it decides to sell control of a company in certain scenarios⁷⁴, is cited by proponents of shareholder primacy as supporting the notion that the corporation's value is synonymous with the near-term price of shares of common stock. However, such a view overlooks the legal reality that the *Revlon* doctrine is limited to the context of mergers and acquisitions, and even then only to certain sale-of-control transactions where the board itself has decided to sell the corporation. Observers have noted that "the *Revlon* doctrine has played an outsized role in fiduciary duty jurisprudence not because it articulates the ultimate nature and objective of the board's fiduciary duty, but rather because most fiduciary duty litigation arises in the context of mergers or other extraordinary transactions where heightened standards of judicial review are applicable"⁷⁵. Two Delaware Supreme Court cases decided the year before *Revlon* – *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁷⁶ and *Moran v. Household International, Inc.*⁷⁷ – confirmed that the board may consider the interests of not only shareholders, but also other stakeholders when adopting a poison pill in a takeover defense, making clear that *Revlon* applied only to sale-of-control situations⁷⁸.

Therefore, for most American corporations, the decision to pursue a sale of the company is ultimately within a board's business judgment, and it is not until a board decides to sell that directors have a *Revlon* duty to achieve "the highest value reasonably available" for shareholders⁷⁹. Consequently, outside of the context of a sale-of-control, a well-informed board acting in good faith and without conflict will not be second-guessed by courts when making decisions to maximize the long-term value of the corporation for all stakeholders⁸⁰.

73. 506 A.2d 173 (Del. 1986).

74. *Ibid.* at 182.

75. M. Lipton, K. L. Cain & K. C. Iannone, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors*, *op. cit.*; *But see* L. E. Strine, Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 Wake Forest L. Rev. 761, 768 (2015): "[D]irectors must make stockholder welfare their sole end, and... other interests may be taken into consideration only as a means of promoting stockholder welfare".

76. 493 A.2d 946 (Del. 1985).

77. 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

78. *See Unocal*, 493 A.2d at 955; *Moran*, 500 A.2d at 1357; M. Lipton, K. L. Cain & K. C. Iannone, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors*, *op. cit.*

79. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *Mergers and Acquisitions—2020*, The CLS Blue Sky Blog (Jan. 23, 2020), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/01/23/wachtell-lipton-discusses-mergers-and-acquisitions-2020/>.

80. *See ibid.*

2. *The Role of the Board and Stakeholders in Tender Offers under French Law and AMF regulations*

As an introductory matter, it should be emphasized that the mediating function of the board of directors in France is not the same as in the United States. While in France an acquiror often negotiates its offer directly with key shareholders (if there are shareholders with a substantial block of shares), in the United States negotiated acquisitions are typically the product of an agreement with the board (though a hostile acquiror may nonetheless make a tender offer directly to shareholders without the board's recommendation).

However, since 2014, French legal reforms have empowered the board of French companies with greater flexibility to adopt defensive measures and influence the fate of a takeover offer. In 2006, France originally opted into Article 9 of the EU Takeover Directive⁸¹. This is the Takeover Directive's version of the English "passivity rule", prohibiting a target's board and management from adopting any defensive measure against an offer during the offer period without having first obtained shareholder approval⁸². Thus, until 2014, during the offer period, the management bodies of a French target had to obtain the prior consent of shareholders before taking any action which might frustrate an offer (other than seeking alternative offers or exercising their appointment rights, if any).

France's original decision to opt into the passivity rule was in part based on the widely held view that the ability of the board and management to adopt defensive measures without shareholder approval was largely "theoretical" under existing French law⁸³. Like most other countries in Europe, for purposes of the passivity rule, France opted for the Takeover Directive regime that was viewed as most similar to its existing law⁸⁴.

In 2014, France reversed the 2006 opt-in, thereby effectively opting out of the passivity rule⁸⁵. A number of reasons were given for this change of position, including that it would permit managers to pursue a superior stand-alone or alternative strategy, help prevent foreigners from acquiring control of strategic industries, permit the board to negotiate price increases more effectively, and, more generally, defend the interests of long-term shareholders⁸⁶.

81. Law no. 2006-387, 31 Mar. 2006 pursuant to Article 9 of Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 Apr. 2004 on takeover bids.

82. In France, the offer period (*période d'offre*) runs from the moment the AMF first publishes the key terms and conditions of the offer until the AMF publishes the offer results, or, as the case may be, the results of a subsequent offering period (*réouverture de l'offre*). AMF Gen. Reg. art. 231-2 (6°).

83. J.-F. Lepetit, *Rapport du groupe de travail: Sur la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition*, 14 (27 juin 2005).

84. Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, at 6-7, § 2.1.3 SEC (2007) 268 (Feb 21, 2007); Ch. Clerc, F. Demarigny, D. Valiante & M. de Manuel Aramendia, *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, 15-16, tbl. 3 (2012).

85. Law no. 2014-384, 29 mars 2014.

86. See, e.g., C. Valter, *Rapport au nom de la Commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel*, p. 136 (17 juill. 2013);

The new approach represents a significant departure from previous French law and raised various questions going forward, many of which remain without definitive answers. Notably, in a departure from the pre-2006 regime, the current law explicitly authorizes the board to make a decision whose implementation may cause an offer to fail: “During the period of an offer for a public issuer, the board of directors, or the management board authorized by the supervisory board of the target company, may make any decision whose implementation may cause the offer to fail, subject to the powers expressly reserved to the shareholders and within the limits of corporate interest”⁸⁷. The clear legislative intent behind the law was that management should be in a position to unilaterally, and without consulting shareholders (except to the extent relevant defensive measures would require shareholder approval under applicable law⁸⁸, such as amending the articles of association), fend off a hostile takeover bid. Indeed, as the AMF has noted, “the law is unequivocal on the right of a target to implement defensive measures”⁸⁹. This provision, however, must be placed in the context of other provisions in existing law which are substantially similar to provisions in the pre-2006 regime.

In this respect, the decision of the target’s board must be consistent with the target’s corporate interest. Although there are a significant number of court decisions treating the subject of the corporate interest, very few of these decisions confront this question in the specific context of defensive measures taken during the offer period.

The evaluation of the target’s corporate interest will be pivotal in determining the board’s effective powers in the context of a bid. At this stage, it is difficult to predict courts’ interpretation of the concept of the corporate interest in this specific context. Moreover, it should be noted that the EU Takeover Directive specifically mentions shareholders as being a crucial constituency in takeover decision-making⁹⁰.

In light of the *Florange* law, the AMF General Regulation was amended in June 2014 to provide that, during the offer period, the offeror and the target must ensure that their acts, decisions and declarations do not jeopardize the corporate interest (*intérêt social*) and the principle of equal treatment of and equal information to the companies’ different shareholders⁹¹. In addition, the governing body of the relevant companies must inform the AMF should they decide to implement a

Lettre du président de la commission des affaires économiques de l’assemblée nationale et du rapporteur de la proposition (18 sept. 2013), at p. 4 quoted in A. Viandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, 389-90 (2014).

87. Art. L. 233-32 of the French Commercial Code. This is the default regime.

88. Art. L. 233-32 I of the French Commercial Code (duplicative of Art. L. 225-35). In contrast to the prior regime, delegations granted by a shareholders’ meeting to the board before the takeover bid (e.g., to increase the share capital) whose implementation could hinder the bid are not suspended during the takeover bid period.

89. AMF, *Synthèse des réponses à la consultation publique sur les modifications du livre II du règlement général concernant les offres publiques d’acquisition*, 17 (13 Oct. 2014).

90. The board of the target must “act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid” (See EU Takeover Directive, article 3.1(c)).

91. AMF Gen. Reg. art. 231-7 §1.

measure which may impede the offer⁹². Although the general principles set out by the General Regulation⁹³ (e.g., free competition between offers and competing offers) – which could potentially constitute a further limitation to the powers of the board of directors – have not been modified in the wake of the *Florange* law, the AMF has indicated that the application of those principles will take into account the specific authority of the target's board of directors to take defensive measures during the offer period⁹⁴.

In addition, the *Florange* law repealed the provisions regarding the suspension of delegations given by the shareholders to the board during the offer period. This permits management bodies to implement defensive measures without convening the shareholders' meeting, including share capital increases, should the target's shareholders have granted the board a delegation to such effect.

Shareholders can always elect to voluntarily set aside the default regime, and reinstate the board passivity rule, by amending the articles of association⁹⁵. Several proxy advisors (Proxinvest, ISS, and Glass Lewis & Co.) have recommended that companies propose, and their shareholders vote in favor of, such an amendment.

In the same spirit, the law implementing the EU Takeover Directive introduced the possibility for a target to issue warrants as a defensive measure (similar to shareholder rights plans in the United States). The shareholders of a French target may, in an extraordinary general meeting⁹⁶, approve the issue and free allocation, to all shareholders registered before the expiration of the offer period, of warrants giving the right to subscribe on preferential terms for shares of the target. As in other jurisdictions, defensive warrants may primarily be used as a threat to force the offeror to the negotiating table.

IV. MINORITY SHAREHOLDERS AND SHAREHOLDER ACTIVISM

A. Minority Shareholders' Rights and Protections

Generally, protective measures for minority shareholders, while extant, are not as ingrained in American law as they are in other countries and jurisdictions⁹⁷. Nevertheless, minority shareholders of Delaware corporations are beneficiaries of meaningful protections in the context of mergers and acquisitions, both in the rights afforded to minority shareholders and the heightened scrutiny applied to board decisions made in many related-party transactional scenarios.

In the late 1980s, in response to a wave of hostile takeovers, the Delaware legislature adopted Section 203 of the General Corporation Law, which restricts

92. AMF Gen. Reg. art. 231-7 §2.

93. AMF Gen. Reg. art. 231-3.

94. AMF Consultation Paper, May 13, 2014, p. 6.

95. Art. L. 233-33 I and II of the French Commercial Code.

96. But in accordance with the majority and quorum required in an ordinary general meeting (See Article L. 233-32 II of the French Commercial Code).

97. See S. V. Niles, *USA*, in *The Int'l Compar. Legal Guide to Corp. Governance 2019*, at 264, 267 (12th ed. 2019).

the ability of interested stockholders (defined as holders of 15% or more of a corporation's voting stock) to engage in a business combination with the corporation for a period of three years, unless, *inter alia*, the board approves the transaction prior to the shareholder becoming an interested stockholder or the transaction is approved by the board and holders of two-thirds of the corporation's outstanding voting shares not owned by the interested stockholder⁹⁸. The effect of Section 203 is to empower the board and minority stockholders and force a powerful stockholder to negotiate, thereby allowing the corporation to realize its long-run value, even if the would-be takeover bidder offers a near-term premium to the corporation's then-current share price.

Moreover, the Delaware board's process and decisions in transactions involving a controlling shareholder are subject to greater judicial scrutiny under an "entire fairness standard"⁹⁹. This onerous standard of review, often triggered in conflict transactions, requires directors to demonstrate their "utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness" of the transaction under review¹⁰⁰. But Delaware courts, following *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*¹⁰¹, have ruled that so long as boards implement certain procedural protections, their decisions in such transactions should be afforded business judgment deference¹⁰². Transactions conditioned on the approval of an independent, empowered special committee of the board and an "uncoerced, informed vote of a majority of the minority stockholders"¹⁰³, have the "characteristics of third-party, arm's-length mergers," and directors' decisions are reviewed in the safe harbor of the business judgment rule¹⁰⁴.

French law is similarly solicitous of minority shareholder rights, but in a much more codified and specific way. In particular, the AMF General Regulation provides that the target's board must obtain the fairness opinion of an independent valuation expert with respect to the offer price or exchange ratio if the transaction is likely to (i) create conflicts of interest among the target's board members such as to compromise the objectivity of the opinion that the board is required to include in its response document, or (ii) call into question the equal treatment of security holders¹⁰⁵. In addition, the AMF General Regulation specifically requires the AMF to review the financial terms ("*conditions financières*") of a voluntary offer, where the potential for conflicts of interest among the target board triggers the requirement for a mandatory fairness opinion from an independent expert.

Similarly, when the AMF considers that the rights of the minority shareholders are affected by any of the same fundamental changes (such as the sale of all or the

98. See Del. Code Ann. tit. 8, § 203 ; see also S. Marcus, *The Strange Case of Section 203*, *The Deal* 12 (Mar. 14, 2011).

99. See I. Kirman, *Takeover Law and Practice*, in *Doing Deals 2016 : The Art of M&A Transactional Practice*, Practising Law Institute Course Handbook B-2232, at 1, 42 (2016).

100. *Ibid.* at 42 (citing *Encite LLC v. Soni*, 2011 WL 5920896, at *20 (Del. Ch. Nov. 28, 2011)).

101. 88 A.3d 635 (Del. 2014).

102. See I. Kirman, *Takeover Law and Practice*, *op. cit.* at 44.

103. *Ibid.* at 46 (quoting *Kahn*, 88 A.3d at 642).

104. See *Kahn*, 88 A.3d at 644-46.

105. AMF Gen. Reg. art. 261-1 ; AMF Instruction n° 2006-08 of Sept. 28, 2006, as updated, last revised on Feb. 10, 2020.

principal assets of the company, significant changes to the company's articles or dividend policy, among other fundamental changes) contemplated by controlling shareholders, the AMF is likely to require the controlling shareholders to launch an exit offer ("*offres publiques de retrait*" or "OPR")¹⁰⁶.

An OPR relating to the shares of a company (or respectively to investment certificates or to voting right certificates) may equally be initiated by shareholders holding, in concert, at least 90% of the share capital or voting rights of a listed company either spontaneously or at the request of the AMF upon application by a minority shareholder¹⁰⁷. An OPR follows the same procedure as the simplified offer and cannot be subject to an acceptance condition¹⁰⁸.

The acquisition of the principal assets of the target could be contemplated in the context of a friendly transaction supported by the target's management. Most notably as regards minority shareholders' rights, it could be argued that such a transaction has to be approved by the extraordinary shareholders' meeting of the target with a two-thirds majority if it constitutes a change in the corporate object ("*objet social*"). In addition, under the AMF's guidelines, a company should consult with the general meeting of shareholders for disposals of the majority of assets according to certain criteria¹⁰⁹. Lastly, when the target is controlled by the offeror, or is under common control with the offeror, the AMF may require the target's controlling shareholder to initiate an exit offer¹¹⁰.

B. Are There Protections Against Abuse By Activists?

1. Activism in the United States

In the United States, the key protection against opportunists who might aim to distort corporate strategy to generate a short-term share price increase is the business judgment rule – the deference to the board's good faith and informed judgment in stewarding the long-term value of the corporation, an objective that is purposely flexible and broadly conceived. That protection has not eliminated activist attacks from being employed, often in a serial way. As corporate raiders have evolved into shareholder activists, however, assaults on corporate strategy are now more often launched in the media and only later and occasionally advance to the proxy card and the courtroom where the corporation's long-term interests have protections.

The intense pressure to focus on short-term outlook, driven by shareholder activism as well as equity incentive compensation practices and the quarterly earnings routine, has led to calls for reform¹¹¹. In 2019, the U.S. Securities and

106. AMF Gen. Reg. art. 236-6.

107. AMF Gen. Reg. art. 236-1 and 2.

108. AMF Gen. Reg. art. 236-5 and 6.

109. AMF, position-recommendation (DOC-2015-05).

110. AMF Gen. Reg. art. 236-6 2°.

111. See D. A. Katz & L. A. McIntosh, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memorandum, *Corporate Governance Update: The Long Term, The Short Term, and The Strategic Term*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance (Sept. 27, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/27/the-long-term-the-short-term-and-the-strategic-term/>.

Exchange Commission (the “SEC”) held a conference to discuss short-termism and its relationship to the periodic reporting regime in the United States¹¹². SEC Chairman Jay Clayton encouraged a review of the U.S. disclosure framework and other regulations to “determine whether they efficiently allow companies to focus on the long-term performance”¹¹³. It remains to be seen, however, whether these aspirations will be reflected in the law.

2. Activism in France

France has a long-standing and vigorous tradition of activism, and French and European laws and regulations furnish both the activist and the target company’s board and management with a variety of tools¹¹⁴.

French minority shareholders enjoy significant rights, such as the right for holders of as little as 0.5% of a company’s shares to include proposed resolutions in the “proxy” materials circulated by the company to shareholders. For the defending company, investor disclosure obligations are more developed in France than in the United States, which helps to provide French companies with earlier notice of a potential campaign than is typical under U.S. federal securities laws. Strict regulations in this area have created significant issues in major shareholders’ interventions over the last decade, such as for Wendel and its former chairman in connection with Wendel’s investment in Saint Gobain, LVMH in connection with its investment in Hermès, as well as Elliott’s investment in Norbert Dentressangle following the takeover by XPO¹¹⁵. In addition, the threshold for French squeeze-outs in France was recently lowered from 95% to 90%, which should reduce opportunities for activist investors to engage in squeeze-out “blackmail”.

Popular consciousness of activism in France has developed considerably in recent years, with directors and senior management becoming increasingly focused on the topic¹¹⁶. Over the past few years, France has witnessed an unprecedented academic and public debate regarding shareholder activism and its long-term economic and social effects. Several public reports have been issued making various recommendations regarding possible modifications to the French

112. *See ibid.*

113. U.S. Securities and Exchange Commission, *Short- and Long-Term Management of Public Companies Examined at the SEC* (Aug. 21, 2019), <https://www.sec.gov/page/short-and-long-term-management-public-companies-examined-sec> (last visited Sept. 3, 2020).

114. *See* J-M. Darrois, B. Cardi & F. Alogna, *France*, in *The Shareholder Rights and Activism Review* (F. J. Aquilla ed., 4th ed. 2019).

115. In the Norbert Dentressangle case, in 2020, Elliott Capital was fined €20 million by the AMF for failing to adequately disclose its interest during the takeover and for obstructing a subsequent AMF investigation.

116. A survey conducted in 2019 on 195 European issuers found that “Shareholder activism has become a highly sensitive issue for managements (...) The survey shows that shareholder activism has become a prominent, and likely permanent feature of the corporate landscape as the majority of the issuers consider their chairman or CEO to be highly sensitive to the activism risk. Some issuers even consider activism to be part of normal listed company life,” Michel Prada, Report of the ad hoc committee of Le club des juristes, *Shareholder Activism* (7 nov. 2019).

legislative and regulatory framework¹¹⁷, as well as various statements by prominent French political and regulatory authorities¹¹⁸.

As in the United States, different perspectives have been articulated. Some commentators have insisted on the positive role of activists in the creation of shareholder value (arguing that activism can have a globally positive impact on the stock price, the proper functioning of the governance bodies and the defense of minority shareholder rights)¹¹⁹. Other commentators around the world maintain that activist victories may be a zero-sum game involving a simple wealth transfer from other corporate stakeholders to short-term shareholders¹²⁰, with no real long-term value creation and even value destruction for the businesses they invest in, notably because of activists' short-term focus¹²¹. These commentators argue that activist strategies that push businesses towards overleveraging and underinvesting will leave them vulnerable to economic crises and foreign competition¹²².

Following the discussion and debate over the last few years in France regarding activism's role, the AMF very recently made a number of proposals (many of which would require implementing action of the French legislator or European action) generally aimed at ensuring that issuers are better equipped when dealing with activists¹²³. In particular, the AMF recommended lowering the mandatory reporting

117. See, e.g., "Co-rapporteurs" Eric Woerth and Benjamin Dirx, Report of the working group of the Finance Committee of the French Parliament, *shareholder activism* (2 oct. 2019); Michel Prada, Report of the *ad hoc* committee of Le club des juristes, *Shareholder Activism* (7 nov. 2019); AFEP, Report on *Shareholder Activism* (Dec. 10, 2019); Europlace working group, *Shareholder Governance and Market Practices and Responsible Shareholders* (Jan. 9, 2020); AMF, *Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial* (28 avril 2020).

118. Bruno Lemaire, French Minister of Economy and Finance, announced in April 2019 that he was preparing "new national instruments that will enable us to better resist these activist funds" (L'Agefi Quotidien, Bruno Lemaire promet un dispositif anti-activistes (5 avril 2019)); Chairman of the AMF, Press Release, Contribution de Robert Ophèle aux réflexions sur l'activisme en bourse (11 juill. 2019).

119. See, e.g., M. Nussenbaum, *L'impact de l'action des fonds activistes sur la valeur actionnariale*, JCP E n° 36, 208, 1438; C. Neuville, présidente de l'ADAM, *Fonds activistes: opportunité ou menace pour l'économie?*, JCP E n° 36, sept. 2018, 1439; L. A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 Colum. L. Rev. 1085, 1155 (2015); L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013).

120. See, e.g., M. R. Desjardine & R. Durand, *Disentangling the Effects of Hedge Fund Activism on Firm Financial and Social Performance*, Strat. Mgmt. J. (2020); J. C. Coffee, Jr. & D. Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. Corp. L. 545, 588-89 (2016); IGM Forum, *Stakeholder Capitalism* (Oct. 11, 2019) <http://www.igmchicago.org/surveys/stakeholder-capitalism>.

121. See, e.g., Ed. deHaan, D. F. Larcker & Ch. McClure, *Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions*, ECGI Finance Working Paper No. 577/2018 (Dec. 2018); J. L. Bower & L. S. Paine, *The Error at the Heart of Corporate Leadership*, Harv. Bus. Rev. 8 (May-June 2017); J. C. Coffee, Jr. & D. Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, *op. cit.*; Moody's, *Short-Term Shareholder Activists Degrade Creditworthiness of Rated Companies* (June 2007); K. J. Martijn Cremers et al., *Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value*, at 28 (Dec. 13, 2018), <https://ssrn.com/abstract=2693231>.

122. See, e.g., Editorial, *How to Build a More Responsible Corporate Capitalism*, Fin. Times (Oct. 13, 2019) <https://www.ft.com/content/8b282346-eaa3-11e9-85f4-d00e5018f061> ("It was clear already after the financial crisis that crude maximisation of the share price was a management goal that jeopardised sustained corporate growth.")

123. AMF, *Communication de l'AMF sur l'Activisme Actionnarial* (28 avril 2020).

threshold for investors to publicly disclose their ownership from 5% to 3% of the issuer's share capital or voting rights¹²⁴ (as is already the case in a number of other European jurisdictions) and requiring the publication of disclosures made by shareholders when crossing the thresholds provided for in the issuer's articles of incorporation (under current rules, such disclosures are only reported to the company and the AMF). In addition, the AMF contemplates requiring the disclosure of complementary information, including the investor's holdings of options contracts¹²⁵ and announced that it would be modifying its guidance on "quiet periods" to clarify that issuers may provide any information necessary to respond to public statements about them by activist investors, and that it would be supporting proposals to expand the required disclosures on short-selling to include information on activist investors' exposure to debt instruments. The AMF also requested legislation to give it additional capabilities to provide rapid responses in the activist campaign context – specifically, the AMF proposed that its ability to require additional disclosures if errors or omissions have been found in public statements be expanded from issuers to also capture investors, and that the obligations imposed on bidders and targets in takeover bid situations, including due diligence obligations for public statements, also be applied to their shareholders. Finally, the AMF acknowledged that some activist campaigns have raised the question of whether public statements made by activist investors fall within the European regime concerning investment recommendations¹²⁶ and stated that it will approach ESMA and the European Commission to request interpretative clarifications on the scope of this regulation.

Finally, France, and Europe more broadly, have witnessed a recent increase in ESG activism, or "active" shareholders increasingly focused on ESG issues¹²⁷. For example, in April 2020, the oil and gas group Total was the target of an environmental campaign led by eleven shareholders (representing around 1.37% of the share capital), including a number of traditional institutional investors¹²⁸.

124. Medium- and small-sized companies could be excluded, or the thresholds could be adapted for them, as is the case in Italy for example (as well as other variations).

125. Although such an expansion would be a helpful development, it should be noted that various other financial instruments may also be used by activists.

126. As discussed in further detail below, this regime applies to sell-side analysts, for example, and notably requires the disclosure of conflicts of interest, among other things.

127. See, e.g., "Co-rapporteurs" Eric Woerth and Benjamin Dirx, Report of the working group of the Finance Committee of the French Parliament, *shareholder activism*, ("The ESG approach (environmental, social and governance), as well as the broader consideration of all "stakeholders", is increasingly emerging as new determinants of value, and as performance factors for a listed company. [...] It is very likely [...] that the next angle of approach for activists will be the weakness of some companies in these areas.") (2 oct. 2019) [authors' translation]; Lazard Shareholder Advisory Group, *2019 Review of Shareholder Activism* (Jan. 2020), <https://www.lazard.com/media/451141/lazards-2019-review-of-shareholder-activism-vf.pdf> ("ESG focus continues to grow... over the past two years").

128. Those investors submitted the first climate change resolution to Total's 2020 annual general meeting, which would modify the company's articles of incorporation to require that the company's annual management report set forth the board's strategy for aligning the company's activities with the objectives of the Paris climate accords, as well as defining the company's carbon emissions based on the activities of the company's clients (and not only the company's own activities). Although Total's board of directors does not agree with the resolution, it was included in the agenda for the

V. CONCLUSION: CONVERGING ON A RENEWAL OF TRADITIONAL UNDERSTANDINGS OF THE CORPORATION'S PURPOSE IN FRANCE AND THE UNITED STATES

Despite differences in the evolution of the roles and duties of the board vis à vis shareholders, one of the most important areas of convergence relating to corporate legal priorities has been the return, in the United States, to a more stakeholder-centric, rather than shareholder-centric, vision of the corporate purpose in recent years. The rise in attention to ESG considerations in the American boardroom is one such example of increasing alignment of corporate governance priorities. Almost a century after Berle and Means, the corporation is again being recognized as an institution with broad social and economic functions.

France has long emphasized precisely such a vision, in which the company's *intérêt social* takes priority over the interest of any single stakeholder. At the same time, it is paradoxical that, under the influence of activist and institutional shareholders¹²⁹, some in France should develop such sympathy for outmoded American theories of shareholder primacy at the very point in history that this approach has been increasingly called into question in the United States. We remain hopeful that the vocal movement in favor of a stakeholder-centric vision in the United States will continue to gain traction and also give further confidence to French courts, media, commentators and regulators to continue to uphold the traditional understanding of the *intérêt social*.

company's shareholders' meeting scheduled for May 29, 2020. See N. Wakim, *Climat: le pétrolier Total sous pression d'un groupe d'investisseurs*, Le Monde, 16 avril 2020; Reuters, *Investors Plan to Push Total to Do More on Climate Change* (Apr. 15, 2020). Similarly, BNP's management was questioned during the 2017 general shareholders meeting by an activist NGO on the involvement of the company in the financing of an oil pipeline project. See D. Cuny, "Le climat s'invite aux assemblées générales d'actionnaires de BNP et Société Générale" La Tribune, 24 mai 2017.

Similarly, in 2020, JPMorgan faced activists' pressure in the context of its annual meeting with the filing by a non-profit group of a resolution to impose climate risk reporting. The proposal was narrowly rejected. See G. Tett et al., *JPM Barely Wins Climate Vote; Coal by Any Other Name; UK Retrofitting; Citi Launches ESG Group; Spain's Green Recovery*, Fin. Times (May 20, 2020), <https://www.ft.com/content/0ab28990-8667-495f-8034-ac8b7dfbdd9f>.

129. Cf. M. Lipton, *Reconsidering Activism in France*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 1 (May 5, 2020), <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.26943.20.pdf> (citing AMF report which, among other things, suggested that there is relative consensus on the usefulness of shareholder activism in improving corporate governance and defending the interests of minority shareholders). For another view on the same topic, see A. Pietrancosta and A. Marraud des Grottes, *Response to US Critics of the French Securities Regulator Position on Activism*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, June 26, 2020.

L'ENCADREMENT RÉGLEMENTAIRE DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE : L'IMPACT DE L'APPROCHE EUROPÉENNE SUR LE DROIT ET LA PRATIQUE SUISSES

Xenia Karametaxas¹

Docteur en droit, Université de Genève

Collaboratrice scientifique et chargée d'enseignement, Faculté de droit de l'Université de Zurich

INTRODUCTION

Partout en Europe, les agences de conseil de vote, communément appelées *proxy advisors*, ont gagné en influence au cours de cette dernière décennie. Les investisseurs institutionnels font généralement appel à leurs services pour les assister dans l'exercice de leurs droits de vote aux assemblées générales des sociétés cotées. La présence des conseillers en vote sur les marchés de capitaux suscite de nombreuses réactions, et parfois des controverses. D'une part, ils sont perçus comme des forces motrices de la bonne gouvernance d'entreprise, d'autre part, leur activité commerciale et leur position de pouvoir soulève des interrogations quant à la manière dont ils élaborent leurs recommandations de vote et dont ils gèrent les conflits d'intérêts.

Face à l'influence grandissante des conseillers en vote, les régulateurs et législateurs ont entamé une réflexion sur un encadrement réglementaire approprié à leur égard. En incluant des exigences de transparence détaillées pour les *proxy advisors* dans la directive révisée sur les droits d'actionnaires de 2017, l'Union européenne a joué un rôle de précurseur en la matière². La Suisse, en tant que pays tiers, n'était pas tenue de transposer les exigences de la directive européenne sur les droits des actionnaires dans son droit national. Et pourtant, comme nous allons le voir, l'entrée en vigueur de la directive a des conséquences juridiques et pratiques pour les conseillers en vote suisses.

Face à ce contexte, l'objectif de cette contribution est d'examiner dans quelle mesure la réglementation européenne affecte la situation des agences de conseil en vote établies en Suisse et de proposer des paramètres quant à un encadrement

1. L'auteur tient à remercier chaleureusement la professeure Rita Trigo Trindade du Département de droit commercial de l'Université de Genève pour son travail de relecture et pour ses suggestions concernant l'élaboration de ce travail.

2. Article 3 (1) undecies, Directive n° 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, JO L 132/1 du 20 mai 2017 (« Directive SRD II »).

réglementaire approprié du conseil en vote en droit suisse. L'article s'organise ainsi en deux volets. Tout d'abord, nous proposons une clarification sur l'influence des conseillers en vote et les principaux enjeux que comportent leur activité (**I**). Le deuxième volet vise à éclairer le cadre normatif des agences de conseil de vote à l'échelle européenne et suisse (**II**).

I. LES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE COMME ACTEURS DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

A. L'influence des agences de conseil en vote

Les lignes directrices et les recommandations de vote émises par les *proxy advisors* ont une influence directe sur le comportement de vote de certains investisseurs et, de ce fait, sur les résultats de vote des assemblées générales. Alors que le degré d'influence est difficilement quantifiable³, il est indéniable que l'influence est plus importante dans le cadre d'une assemblée générale d'une société ayant une base importante d'investisseurs institutionnels et dans des sociétés n'ayant pas d'actionnaire de contrôle. Dans l'ensemble, les conseillers en vote gagnent en influence avec l'internationalisation des investissements et la tendance réglementaire visant à renforcer la position des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise et à responsabiliser les investisseurs institutionnels.

Mais l'influence des conseillers en vote va au-delà du comportement de vote des investisseurs institutionnels. Avec leurs lignes directrices, leurs services de *rating* et de *screening*, mais également à travers le dialogue informel qu'ils entretiennent avec les dirigeants des sociétés cotées, les agences de conseil en vote ont également un effet non négligeable sur la gouvernance d'entreprise des sociétés cotées, dans la mesure où ces dernières tiennent davantage compte des standards de gouvernance proclamés par les conseillers en vote. Il arrive également que les sociétés cotées cherchent elles-mêmes le contact avec les agences de conseil en vote, surtout lorsque leur actionnariat est international et dispersé. Les conseillers en vote ont par ailleurs un certain poids dans la préparation des propositions que les conseils d'administration soumettent au vote des assemblées générales⁴, c'est pourquoi ils sont parfois qualifiés de *corporate governance influencers*⁵. En Suisse, le pouvoir d'influence des agences en conseil de vote en matière de gouvernance d'entreprise est devenu évident avec l'avènement progressif du *say-on-pay*, soit du vote de l'assemblée générale sur les rémunérations des membres du conseil d'administration et de la direction. Avant d'intégrer le cadre normatif contraignant en 2014

3. Pour une vue d'ensemble des études empiriques menées à ce sujet, voir X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », Zurich/Bâle/Genève, Schulthess, 2019, p. 159 et s.

4. W. A. Stoffel et A. Gabellon, « Montesquieu en droit des sociétés anonymes : le principe de la parité constitue-t-il une distribution des pouvoirs bénéfiques ou plutôt un lit de Procuste ? », *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* n° 87, 2015, p. 442.

5. K. Roth Pellanda, « *Decision-making by the Board of Directors for Long-term Value Creation and Sustainable Growth* », *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, févr. 2019, p. 177.

avec l'entrée en vigueur de l'Ordonnance sur les rémunérations abusives en 2014⁶, la pratique du *say-on-pay* s'est installée progressivement sous forme de vote consultatif de l'assemblée générale.

B. Les avantages et les risques des conseillers en vote

Comme dans la plupart des économies industrialisées, l'actionnariat des sociétés suisses cotées en bourse est principalement collectif et professionnel. Des investisseurs institutionnels, tels que des fonds de placement ou des caisses de pension, détiennent des participations qui les font apparaître comme des actionnaires importants. Cela étant, compte tenu de leurs portefeuilles de titres extrêmement diversifiés, l'exercice des droits liés à ces participations, notamment des droits de vote, constitue un véritable défi. En effet, chaque année les investisseurs institutionnels sont tenus d'exercer leurs droits de vote dans de nombreuses assemblées générales sur des sujets variés qui requièrent une étude préalable dépassant généralement leurs capacités. C'est cette lacune que les agences de conseil de vote sont venues combler, d'abord aux États-Unis et, plus récemment, sur les marchés de capitaux de l'Europe continentale⁷. De la multitude d'informations disponibles sur les sociétés cotées, les conseillers en vote filtrent celles qui, d'après eux, méritent l'attention des investisseurs. En faisant appel aux services des conseillers en vote, les investisseurs bénéficient d'un accès à un rapport d'analyse circonstancié de chaque sujet à l'ordre du jour des assemblées générales, accompagné d'une recommandation de vote.

Éléments de liaison indispensables entre investisseurs institutionnels et sociétés cotées, les conseillers en vote jouent un rôle utile pour la formation de la volonté sociale. En effet, pour les investisseurs institutionnels, les avantages du recours aux services des *proxy advisors* sont nombreux : en synthétisant la grande quantité d'informations disponibles sur les sociétés cotées et leurs assemblées générales respectives, les conseillers en vote leur fournissent des analyses et recommandations de vote à propos de points sur lesquels ils sont amenés à se prononcer. Dans la mesure où ils permettent aux investisseurs d'exploiter des informations que ces derniers seraient incapables de traiter eux-mêmes, les agences de conseil de vote dynamisent la prise de décisions et l'exercice des droits de vote et constituent dès lors une véritable force motrice de la professionnalisation du processus de vote⁸.

6. Article 2, Chap. 4, Ordonnance du Conseil fédéral contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 20 novembre 2013 (RS 221.331).

7. Livre vert de la Commission européenne, COM(2011) 164 final, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 5 avr. 2011, p. 16 ; pour un aperçu de l'émergence du conseil de vote aux États-Unis et en Europe, V. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*

8. ESMA/2012/212, *Discussion paper*, « An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options », 22 mars 2012, n° 18 ; W. A. Stoffel et A. Gabellon, « Montesquieu en droit des sociétés anonymes : le principe de la parité constitue-t-il une distribution des pouvoirs bénéfiques ou plutôt un lit de Procuste ? », *op. cit.* ; A. Verdam, « An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting », VU University Amsterdam, déc. 2006, SSRN, p. 2 ; Ch. Tagouo, « L'influence des agences de vote sur les assemblées générales des sociétés cotées : *Quo vadis* ? », *Pratique juridique actuelle* n° 9, 2015, p. 1130.

Cette facilitation de l'exercice des droits de vote est encore plus importante dans un contexte transfrontalier, dès lors que les recommandations de vote évitent aux investisseurs institutionnels d'approfondir leurs connaissances sur les différents droits nationaux et les modalités locales liées à l'exercice des droits d'actionnaires⁹.

Par ailleurs, la diffusion des mêmes recommandations de vote à un grand nombre d'investisseurs favorise l'expression collective des investisseurs¹⁰.

En même temps, le rôle des conseillers en vote apporte son lot d'inquiétudes pour la formation de la volonté sociale. La première source d'inquiétude réside dans le fait que les conseillers en vote ne détiennent généralement pas d'actions, mais à travers leurs recommandations et lignes directrices de vote, sont en mesure d'exercer une influence indéniable sur la formation de la volonté sociale, sans devoir en supporter les risques économiques. Malgré leur pouvoir d'influence, ces agences ne peuvent agir indépendamment des autres acteurs de la société anonyme. Contrairement au conseil d'administration, elles ne sont pas élues par l'assemblée générale et n'ont aucun devoir de diligence envers les actionnaires. L'ingérence matérielle de tiers dans le processus décisionnel remet en cause la légitimité de la décision prise. Il est vrai qu'il appartient en fin de compte à l'investisseur de décider comment il compte exercer ses droits de vote, mais il ne fait aucun doute que l'investisseur prend au moins les recommandations en considération et transfère ainsi une partie de son pouvoir de décision à un tiers non-actionnaire¹¹. Certains auteurs estiment même que cette constellation s'oppose au principe fondamental du droit de la société anonyme, selon lequel l'investissement, le risque et la formation de la volonté doivent être réunis au sein de la même personne¹². À notre avis, cette conception dogmatique nie le fait que les sociétés cotées en bourse sont majoritairement composées d'un actionariat institutionnel et fractionné et que, dans ce contexte-là, les conseillers en vote sont nés comme une réponse à la situation où de nombreux actionnaires manquaient d'incitations nécessaires pour assumer leur fonction de contrôle sans une assistance externe¹³.

La deuxième source d'inquiétude concerne les conflits d'intérêts réels ou potentiels au sein des agences de conseil en vote. En effet, parallèlement au conseil de vote, certains *proxy advisors* offrent des services de consultation pour les dirigeants des sociétés émettrices, services qui portent notamment sur la gouvernance d'entreprise et les résolutions soumises au vote des actionnaires. Les conflits d'intérêts, qu'ils soient réels ou potentiels, sont de nature à compromettre l'objectivité des recommandations de vote, ce qui contribue à augmenter les coûts d'agence. Le

9. Livre vert de la Commission européenne, COM(2011) 164 final, *op. cit.*, p. 16 ; X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*

10. P. H. Edelman, Th. S. Randall et R. B. Thompson, « *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism* », *Southern California Law Review* n° 87, 2014, p. 142.

11. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 152.

12. V. notamment P. Böckli, « *Proxy Advisors : Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten* », *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* n° 3, 2015, p. 211.

13. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 153.

proxy advisor est incité à éviter des recommandations négatives sur ces sociétés, afin de ne pas compromettre la relation commerciale qu'il entretient avec cette dernière¹⁴. Il n'est dès lors plus en mesure d'évaluer les résolutions de vote de manière objective et impartiale.

C. Les conseillers en vote en Suisse

Alors qu'aux États-Unis l'industrie du conseil en vote a commencé à se développer à partir de la fin des années 1980¹⁵, le phénomène est plus récent en Europe continentale. En Suisse, l'évènement déclencheur par lequel le grand public suisse a pris connaissance de l'existence des conseillers en vote fût l'assemblée générale d'UBS de 2010. En amont de l'assemblée générale, le conseil d'administration d'UBS se trouvait sous pression du fait que les leaders mondiaux du conseil en vote, ISS et Glass Lewis, ainsi que les deux seuls prestataires suisses à l'époque, Actares et Ethos, recommandaient le refus de la décharge aux membres du conseil d'administration pour les années qui ont suivi la crise financière, et de rejeter le rapport de rémunération dans le cadre d'un vote consultatif. Suite aux évènements de l'assemblée générale d'UBS de 2010, les sociétés cotées suisses ont pris conscience de l'impact potentiel des conseillers en vote et de leurs recommandations sur les résultats de vote. Un deuxième évènement qui a favorisé la prise de conscience de l'existence des conseillers en vote fût l'introduction de l'obligation de vote pour les institutions de prévoyance en 2014¹⁶. Or, les conseillers en vote sont actifs sur le marché suisse depuis bien plus longtemps. Le pionnier du conseil en vote en Suisse, Ethos Services, a été fondé en 2000¹⁷. Avec des interventions médiatisées lors des assemblées générales des grandes sociétés cotées suisses, Ethos a gagné une certaine notoriété. Il y a lieu de noter, toutefois, que l'influence d'Ethos est plutôt due à sa forte résonance médiatique et moins à sa part de marché, qui reste, également en Suisse, largement dominé par les américains ISS et Glass Lewis.

Dans les grandes lignes, le marché suisse des conseillers en vote correspond à celui des autres pays de l'Europe continentale, où l'on note la présence de plusieurs petites agences, dont les rapports d'analyse et les recommandations de vote se concentrent sur les sociétés cotées de leurs pays d'origine respectifs. Selon

14. *Ibid.*, p. 169. Pour plus en détail sur la problématique des conflits d'intérêts au sein des agences de conseil en vote, V. notamment C. Diamond et I. Yevmenenko, « *Who is overseeing the proxy advisors ?* », *Bloomberg Corporate Law Journal* n° 3, 2008, p. 614 ; E. Dubois, « *Shareholders' General Meetings and the Role of Proxy Advisors in France and Japan* », *Journal of International Legal Studies* n° 4, 2011, p. 100 ; P. H. Edelman, Th. S. Randall et R. B. Thompson, « *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism* », p. 145.

15. Sur l'émergence des premiers *proxy advisors* américains, V. notamment E. Dubois, « *Shareholders' General Meetings and the Role of Proxy Advisors in France and Japan* », *op. cit.*, p. 75 ; S. Edelman, « *Proxy advisory Firms : A guide for regulatory reform* », *Emory Law Journal* n° 62, mai 2013, p. 1374 et s.

16. En droit suisse, les institutions de prévoyance sont obligées d'exercer leurs droits de vote dans l'intérêt de leurs assurés depuis l'entrée en vigueur de l'Ordonnance fédérale sur les rémunérations abusives (« ORAb ») en 2014.

17. www.ethosfund.ch.

l'Autorité européenne des marchés financiers (« AEMF »), les conseillers en vote locaux se sont propagés en Europe en raison des divergences des systèmes de gouvernance d'entreprise dans les États membres¹⁸. Néanmoins, aucun conseiller en vote régional ne parvient effectivement à faire concurrence aux leaders ISS et Glass Lewis qui proposent des analyses dans une centaine de pays et publient des recommandations de vote pour plusieurs dizaines de milliers d'assemblées générales par an.

II. LA RÉGLEMENTATION DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE

A. Les objectifs d'une réglementation des agences de conseil en vote

Faut-il instaurer un cadre réglementaire spécifique pour les agences de conseil en vote et, le cas échéant, y a-t-il besoin de normes contraignantes ou faudrait-il plutôt privilégier la voie plus souple de l'autoréglementation ? Telles sont les questions que se posent les législateurs, autorités de marchés financiers et autres organismes de réglementation depuis que le phénomène des conseillers en vote a commencé à prendre de l'ampleur. En 2009, dans le sillage de la crise financière, l'Organisation de coopération et de développement économique (« OCDE ») avait signalé que les *proxy advisors* méritaient une attention accrue au vu de la croissance de l'investissement institutionnel¹⁹. Par la suite, la Commission européenne a abordé pour la première fois la question de savoir si des mesures législatives à l'égard des conseillers en vote sont nécessaires²⁰.

Une intervention réglementaire doit permettre de compenser les effets d'un marché inefficace ou inéquitable²¹. Dans le contexte des conseillers en vote, le faible niveau de concurrence sur le marché, les conflits d'intérêts au sein des agences de conseil, ainsi que les conflits d'agence entre conseillers en vote et investisseurs semblent indiquer que l'activité des conseillers en vote ne doit pas être abandonnée aux seuls mécanismes du marché²².

Le point de départ de la réflexion doit être la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels vis-à-vis des bénéficiaires finaux. En vertu de leurs devoirs fiduciaires, les investisseurs institutionnels sont tenus de veiller à ce que leurs droits d'actionnaires soient effectivement exercés dans l'intérêt des bénéficiaires, ce qui comporte également le devoir de faire preuve d'une diligence appropriée dans le choix, l'instruction et la surveillance de leurs mandataires²³. Ainsi,

18. ESMA/2012/212, *Discussion paper*, « An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options », *op. cit.*, n° 24.

19. OCDE, *Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages*, Publications OECD, Paris, 2009, p. 11.

20. Livre vert de la Commission européenne, COM(2011) 164 final, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », *op. cit.*, p. 17.

21. R. Posner, « *Theories of economic regulation* », *The Bell Journal of Economics and Management Science*, n° 5, févr. 1974, p. 335.

22. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 190.

23. *Ibid.*, p. 191.

l'objectif d'une réglementation des conseillers en vote doit être la protection des intérêts des bénéficiaires finaux des investisseurs institutionnels²⁴. Cela dit, la mise en place de règles spécifiques pour les conseillers en vote ne devrait pas permettre aux investisseurs institutionnels d'échapper à leur responsabilité d'élire, d'instruire et de surveiller leurs mandataires. Il s'agit dès lors d'adopter des mesures qui facilitent la tâche des investisseurs institutionnels de choisir et de surveiller leurs conseillers en vote²⁵.

B. L'approche européenne

L'approche réglementaire la plus souvent préconisée pour encadrer l'activité des *proxy advisors* consiste à améliorer la transparence moyennant l'introduction des devoirs de divulgation²⁶. L'objectif est d'obtenir une idée plus précise de l'influence des tiers non-actionnaires sur le processus décisionnel dans les sociétés cotées, ce qui devrait conduire à des décisions plus justes et réduire les coûts d'agence. Dans le domaine du conseil de vote, les devoirs de divulgation visent, d'une part, à éclaircir la concentration du pouvoir de vote effectif et, d'autre part, à garantir une transparence accrue et, dès lors, une meilleure qualité des recommandations de vote.

Le droit européen a joué un rôle précurseur en matière de réglementation du conseil en vote. Initialement, l'Union européenne a misé sur une réglementation indirecte et des mesures d'autorégulation. Alors que la Commission européenne a qualifié en 2012 l'influence des conseillers en vote de « source de préoccupation »²⁷ et a indiqué qu'il convenait de mettre en place un cadre opérationnel cohérent et efficace à leur égard, l'Autorité européenne des marchés financiers est arrivée à la conclusion que l'introduction des mesures contraignantes n'était pas justifiée²⁸. Les difficultés de mise en œuvre s'opposaient à une réglementation directe et contraignante des conseillers en vote²⁹. Dans l'idée d'une autorégulation contrôlée, l'AEMF avait invité les conseillers en vote à rédiger eux-mêmes leur code de bonne conduite, tout en fixant un certain nombre de paramètres clés. Sur cette lancée, un groupe de travail indépendant de l'AEMF, composé des principaux conseillers en vote du marché européen, a publié les *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* (« BPP ») en 2016.

24. *Ibid.*, p. 192.

25. *Ibid.*

26. *Ibid.*, p. 194 ; L. Klöhn et Ph. Schwarz, « *The regulation of proxy advisors* », *Capital Markets Law Journal* n° 8, janv. 2013, p. 13 ; Ch. Rioult, « *Die Regulierung von Stimmrechtsberatern* » *AJP* n° 9, sept. 2014, p. 1193 ; Livre vert de la Commission européenne, COM(2011) 164 final, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », *op. cit.*, p. 14 et s.

27. Commission européenne, COM(2012) 740 final, « Plan d'action droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », 12 déc. 2012, p. 11.

28. ESMA/2013/84, *Final Report*, « *Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry* », 19 févr. 2013, p. 3.

29. P. A. Neuhaus, « *Regulierung der Proxy Advisors im Zuge der aktuellen Aktienrechtsrevision ?* », *Expert Focus*, août 2018, p. 644 ; K. M. Hubacher, « *Gewerbsmäßige Stimmrechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften* », Zurich/Bâle/Genève Schulthess, 2015, n° 635.

L'année 2017 a marqué un tournant vers la réglementation contraignante et directe des conseillers en vote qui opèrent sur le marché européen. Dans l'objectif d'améliorer l'efficacité de la gestion et la prise de décisions en matière d'investissement à long-terme, la Commission européenne a mis en place des règles de transparence contraignantes à l'égard des conseillers en vote dans sa directive révisée sur les droits d'actionnaires, souvent désigné comme la deuxième *Shareholders' Rights Directive* (« SRD II »). La SRD II impose aux États membres d'introduire des règles de transparence sur trois niveaux. Premièrement, les conseillers en vote offrant des services sur le marché communautaire doivent faire référence publiquement au code de bonne conduite qu'ils appliquent ou, dans le cas où ils n'appliquent pas de code de bonne conduite, fournir une explication claire et motivée de leurs raisons d'agir ainsi³⁰. Deuxièmement, les conseillers en vote sont tenus de rendre publiques annuellement certaines informations-clés concernant la préparation de leurs recherches, de leurs conseils et de leurs recommandations de vote (notamment des informations sur les méthodes utilisées, les principales sources d'informations utilisées, leur politique en matière de gestion de conflits d'intérêts, etc.). Troisièmement, les conseillers en vote décèlent et communiquent sans retard à leurs clients « tout conflit d'intérêts réels ou potentiel ou toute relation commerciale pouvant influencer la préparation de leurs recherches, de leurs conseils ou de leurs recommandations de vote, ainsi que les mesures prises pour éliminer, limiter ou gérer les conflits d'intérêts réels ou potentiels »³¹.

C. La situation réglementaire en Suisse

1. L'absence d'un cadre réglementaire contraignant

En droit positif suisse, l'activité du conseil de vote échappe jusqu'à présent à une réglementation légale directe. Seules des normes relevant du droit non contraignant s'adressent explicitement aux conseillers en vote, même si aucun instrument réglementaire spécifique à leur égard n'a été introduit jusqu'à présent. Dans les Lignes directrices pour les investisseurs institutionnels (« LDII »)³², le principal instrument d'autorégulation suisse destiné aux investisseurs institutionnels, les conseillers en vote ne jouent qu'un rôle accessoire. Les LDII rappellent l'obligation des investisseurs institutionnels de « sélectionner soigneusement leurs [...] consultants en droit de vote » en assurant « une surveillance appropriée »³³. En outre, lesdits investisseurs doivent examiner d'un œil critique les recommandations de leurs consultants, identifier de possibles conflits d'intérêts et [...] prendre des mesures appropriées. La seule obligation directe à l'égard des *proxy advisors* est celle de communiquer préalablement, c'est-à-dire avant le déroulement de l'assemblée générale, leurs recommandations aux sociétés concernées lorsque le vote porte sur

30. Article 3 (1) undecies, Directive SRD II.

31. Article 3 (1) undecies, Directive SRD II.

32. Lignes directrices pour les investisseurs institutionnels en vue de l'exercice des droits sociaux dans les sociétés anonymes, 21 janv. 2013.

33. Principe 3, LDII, 2013.

des thèmes controversés³⁴. Les LDII n'abordent pas les enjeux essentiels que soulève l'activité de conseil de vote et le caractère non contraignant des LDII laisse aux conseillers en vote signataires la possibilité de contourner certains règles grâce au principe *comply or explain*³⁵. Même si les principaux conseillers en vote suisse déclarent qu'ils se soumettent, sans aucune réserve, aux principes des LDII, la situation reste peu satisfaisante.

2. L'impact de la SRD II sur les proxy advisors suisses

Le principal argument des opposants à une réglementation suisse du conseil en vote concerne les difficultés de mise en œuvre, dans la mesure où la plupart des *proxy advisors* ont leur siège à l'étranger, notamment aux États-Unis, et ne disposent pas d'une filiale ou d'une succursale en Suisse. Une réglementation suisse ne trouvera donc pas d'application à leur égard³⁶. Telle était également l'argumentation principale du Conseil fédéral lorsqu'il avait recommandé au Parlement de ne pas adopter une disposition spécifique aux conseillers en vote dans le grand projet de révision du droit de la société anonyme, tout en rappelant la responsabilité individuelle des investisseurs institutionnels de ne pas suivre des recommandations de vote « sans motifs solides »³⁷. Certes, contrairement à l'Union européenne, où la plupart des grands conseillers en vote disposent d'une succursale, les *proxy advisors* étrangers n'ont pas de point de rattachement juridique en Suisse. Le risque serait ainsi que les conseillers en vote étrangers bénéficieraient des conditions concurrentielles plus favorables³⁸. L'objectif consiste donc à établir un terrain d'égalité, en introduisant des règles qui s'appliquent autant aux *proxy advisors* suisses qu'étrangers.

N'étant pas membre de l'Union européenne, la Suisse n'est pas tenue de transposer les exigences de la directive SRD II dans son droit national. Il n'en demeure pas moins que le nouveau régime européen du conseil en vote affecte directement les *proxy advisors* ayant leur siège en Suisse. En effet, afin de garantir des règles de jeu équitable, les obligations imposées par la directive SRD II s'appliquent également aux *proxy advisors* dont le siège social ou l'administration centrale se trouvent en dehors de l'Union européenne et qui exercent leurs activités par l'intermédiaire d'une entité située dans l'Union³⁹. Ainsi, les conseillers en vote suisses

34. *Ibid.* V. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 184.

35. *Ibid.*, p. 185 ; J. -Y. Kohler et O. Sierro, « *Activisme actionnarial et exercice des droits de vote en matière de placements collectifs suisses* », *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht* n° 4, 2015, p. 522 ; D. Gericke, « *Von der Fremdbestimmung der Beschlussfassung durch Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater* », in Kunz Peter V./Jörg Florian S. (éds), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht X*, Berne, Stämpfli, 2015, p. 98.

36. V. notamment A. -S. Zuckschwerdt, « L'influence des agences de conseil en vote s'accroît », *La vie économique*, oct. 2016, p. 61.

37. Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, FF 2017 16.077, p. 472 et s.

38. A. Neuhaus, « *Regulierung der Proxy Advisors im Zuge der aktuellen Aktienrechtsrevision ?* », *op. cit.*, p. 646.

39. Article 3 undecies (4), Directive SRD II.

qui émettent des recommandations de vote concernant des sociétés cotées européennes ou qui opèrent sur le marché européen doivent respecter les exigences de transparence de la SRD II en matière de conseil en vote.

En raison de la proximité et de la dépendance de la Suisse du marché communautaire, l'entrée en vigueur des obligations de transparence sur le plan européen amène la question de savoir s'il y a lieu d'introduire, au niveau suisse, un cadre réglementaire spécifique et contraignant pour les conseillers en vote. Dans cette optique, la Commission des affaires juridiques du Conseil des États avait inséré dans le projet une disposition qui conférerait aux sociétés ayant recouru aux services de conseillers en vote l'obligation d'informer publiquement les actionnaires d'éventuels conflits d'intérêt⁴⁰. Le Conseil fédéral a néanmoins estimé qu'il n'y avait pas lieu de faire intervenir le législateur en l'état actuel des choses⁴¹. Le principal argument du Conseil fédéral semble tenir au fait qu'un régime spécifique suisse du conseil en vote est difficile à imposer, dans la mesure où les principaux acteurs du marché (ISS et Glass Lewis) ont leur siège aux États Unis⁴². Bien que le Parlement ait finalement rejeté la proposition, il est indiqué qu'il se ressaisisse de cette question⁴³.

Une autre initiative de réglementation n'ayant pas abouti provient de la Bourse suisse *SIX Exchange*. Dans une consultation relative à une nouvelle disposition de sa directive concernant les informations relatives à la *corporate governance*, l'idée était d'imposer aux sociétés cotées en bourse de publier le nom des *proxy advisors* qu'elles ont mandatés pour effectuer des services autres que le conseil en vote, ainsi que le montant des honoraires versés à ces *proxy advisors*⁴⁴. Ce projet avait été abandonné sous pression des banques, qui argumentaient qu'il y a lieu d'intervenir directement du côté des conseillers en vote et non pas du côté des sociétés émettrices⁴⁵.

Une autre question qui se pose est de savoir s'il y a lieu d'encadrer l'activité des conseillers en vote dans le droit des sociétés anonymes, qui figure dans le Code des obligations (« CO »)⁴⁶. Dans la mesure où des conseillers en vote ne sont pas des organes de la société anonyme, il semble peu pertinent d'intégrer des dispositions à leur sujet dans le droit des sociétés⁴⁷. Une réglementation spécifique pour

40. Article 700a, projet de Code des obligations.

41. Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, *op. cit.*, p. 424.

42. Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, *op. cit.*, p. 424.

43. Assemblée fédérale – Parlement suisse, « Conseillers en vote et sociétés anonymes cotées en Bourse. Rendre publics et prévenir les conflits d'intérêts », motion n° 19.4122 déposée au Conseil des États par Thomas Minder, 23 sept. 2019.

44. *SIX Swiss Exchange*, « Consultation procedure on the partial revision of the Directive on Information relating to Corporate Governance of SIX Swiss Exchange », Zurich, 2 juin 2017.

45. A. P. Neuhaus, « Regulierung der Proxy Advisors im Zuge der aktuellen Aktienrechtsrevision ? », *op. cit.*, p. 645 ; V. également Neue Zürcher Zeitung (NZZ), « Börsenaufsicht krebst bei Transparenzregeln zurück », 16 oct. 2017.

46. Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Code des obligations suisse), 30 mars 1911.

47. V. dans ce sens : A. P. Neuhaus, « Regulierung der Proxy Advisors im Zuge der aktuellen Aktienrechtsrevision ? », *op. cit.*, p. 647.

les conseillers en vote qui se trouve en harmonie avec le droit européen nous paraît plus judicieuse. À ce propos, une option serait d'instaurer un régime de surveillance prudentielle, similaire à ce qui existe déjà pour les agences de notation de crédit, les analystes financiers et les sociétés de révision agréées⁴⁸. L'assujettissement au contrôle de la FINMA, l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, se justifie notamment à la lumière du pouvoir d'influence croissant des conseillers en vote sur la gouvernance des sociétés cotées, sans que lesdits conseillers soient exposés pour autant à un risque économique quelconque⁴⁹. Concrètement, la surveillance de la FINMA pourrait se traduire par une obligation de s'enregistrer en tant qu'agence de conseil de vote, enregistrement qui serait lié à des exigences de qualité et de transparence minimales, ainsi qu'à des mesures de prévention des conflits d'intérêts⁵⁰. À titre alternatif, il est également envisageable de recourir à l'autorégulation pour autant que celle-ci satisfasse à des standards minimaux⁵¹. La FINMA pourrait ainsi reconnaître un code de bonne conduite spécifique applicable aux conseillers en vote comme standard minimal. Les standards qui y figureraient devraient alors être respectés par tout conseiller en vote qui offre ses services en Suisse. Afin d'assurer des conditions de concurrence égales entre *proxy advisors*, les conditions d'admission devraient être les mêmes pour les conseillers en vote nationaux et pour les étrangers⁵².

À première vue, la voie de la surveillance prudentielle des conseillers en vote semble convaincante, étant donné que la bonne qualité des recommandations de vote contribue à un processus et une formation de la volonté sociale plus qualitatifs. Cela étant, dans la mesure où les critères d'admission ou les standards minimaux doivent rester souples et généraux pour éviter que les investisseurs institutionnels et leurs bénéficiaires finaux ne se voient confrontés à des coûts disproportionnés, il faut craindre que cette voie réglementaire ne conduise pas au résultat souhaité⁵³. Il faut également garder à l'esprit les enjeux d'une action coordonnée au niveau international et des difficultés de mise en œuvre d'un système de surveillance prudentielle. Étant donné que les *proxy advisors* les plus importants, ISS et Glass

48. Ch. B. Bühler, « *Ausserrechtliche Regulierungstendenzen in der Corporate Governance, Empfehlungen der Stimmrechtsberater, Best Practice und Vorwirkung der Aktienrechtsrevision* », Expert Focus n° 90, 2016, p. 16 ; H. Wohlmann et A. Gerber, « *Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern* », Revue suisse de droit des affaires et du marché financier n° 3, 2014, p. 295 ; Ch. Tagouo, « L'influence des agences de vote sur les assemblées générales des sociétés cotées : *Quo vadis ?* », *op. cit.*, p. 1138.

49. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 192 et s.

50. Plus en détail : *Ibid.*, p. 193 ; V. également Ch. Tagouo, « L'influence des agences de vote sur les assemblées générales des sociétés cotées : *Quo vadis ?* », *op. cit.*, p. 1138.

51. La FINMA dispose de la prérogative de reconnaître des instruments d'autorégulation tels que les codes de bonne conduite comme valant standards minimaux, V. Article 7 alinéa 3, LFINMA.

52. A. P. Neuhaus, « *Regulierung der Proxy Advisors im Zuge der aktuellen Aktienrechtsrevision ?* », *op. cit.*, p. 647.

53. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 193 ; V. également S. Edelman, « *Proxy advisory Firms : A guide for regulatory reform* », *op. cit.*, p. 1404.

Lewis, ont leur siège social aux États-Unis, ils ne pourraient être visés uniquement par une réglementation suisse en ce qui concerne leur activité en Suisse⁵⁴.

CONCLUSION

En conclusion, il y a lieu de noter que l'influence des conseillers en vote croît en parallèle avec le patrimoine détenu par les investisseurs institutionnels. L'internationalisation des investissements et les tendances réglementaires visant à renforcer la position des actionnaires et favorisant un rôle plus engagé des investisseurs institutionnels dans l'accomplissement de leurs devoirs fiduciaires contribuent à donner plus de poids à leurs conseillers en vote. Quoi qu'il en soit, il faut garder à l'esprit que le rôle des *proxy advisors* doit se limiter à celui de consultants et d'agents d'information, sans autotomie décisionnelle dans l'exercice des droits de vote.

Dans l'élaboration d'une réglementation du conseil de vote, la portée territoriale du champ d'application est essentielle, étant donné que les principaux acteurs du marché opèrent à l'échelle internationale⁵⁵. Face aux développements européens en matière de réglementation du conseil en vote, il est essentiel d'adopter des mesures suisses qui se trouvent en harmonie avec le droit européen.

54. X. E. Karametaxas, « L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives », *op. cit.*, p. 193 et s. ; P. Böckli, « *Proxy Advisors : Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten* », *op. cit.*, p. 221.

55. G. Balp, « *Regulating Proxy Advisors through Transparency : Pros and Cons of the EU Approach* », *European Company and Financial Law* n° 14, janv. 2017, p. 22.

TITRE II

**LES ACTES DU WEBINAIRE DE
L'ASSOCIATION DROIT & AFFAIRES**

WEBINAIRE DU 12 JUIN 2020¹

« L'ACTIONNAIRE »

PROGRAMME DU COLLOQUE

LA PRÉSIDENCE DES TABLES RONDES EST ASSURÉE PAR :

Stéphane Torck

Professeur agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

Directeur du Master 2 Droit des affaires et fiscalité

Directeur de l'Institut de Droit des Affaires

14 h 00 INTRODUCTION

Gérard Rameix

Président du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris

14 h 30 TABLE RONDE N° 1 – LES ÉVOLUTIONS DES DROITS DES ACTIONNAIRES

Jean-Jacques Ansault

Professeur agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

Caroline Ruellan

Fondatrice et Présidente de SONJ Conseil

Anne Maréchal

Directrice des affaires juridiques de l'Autorité des Marchés Financiers

15 h 15 QUESTIONS

15 h 30 TABLE RONDE N° 2 – L'ACTIONNAIRE DANS LES SITUATIONS EXCEPTIONNELLES

Hélène Bourbouloux

Administratrice judiciaire, FHB administrateurs judiciaires

Benjamin Kanovitch

Avocat associé, Bredin Prat

Pierre-Yves Chabert

Avocat associé, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

1. Disponible en *replay* sur YouTube à l'adresse suivante : <https://www.youtube.com/watch?v=imc3-J6BcUk&t=7490s>.

16 h 15 QUESTIONS

16 h 30 CONCLUSION

Dominique Schmidt

Professeur des Universités

Avocat honoraire, Barreau de Paris

N.B. : *Afin de ne pas dénaturer la nature des propos, le style oral des interventions a volontairement été conservé. Toutes les interventions reproduites ci-dessous l'ont été avec l'accord de leur auteur.*

PROPOS INTRODUCTIFS

Stéphane Torck

Professeur agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

Directeur du Master 2 Droit des affaires et fiscalité

Directeur de l'Institut de Droit des Affaires

Bonjour à toutes et à tous. Bienvenue et merci de vous être connectés pour assister à ce webinar, c'est-à-dire à ce colloque dématérialisé, sous l'égide de l'Association Droit & Affaires et de son bureau, consacré au thème de « L'actionnaire ».

Il s'agit de la 17^e édition du Colloque de l'Association Droit & Association qui a aussi pour support une Revue annuelle au Comité de laquelle j'ai le plaisir de participer.

Pour traiter du thème de « L'actionnaire », nous avons l'honneur et le plaisir d'accueillir un plateau exceptionnel, c'est peu de le dire. J'ai nommé par ordre d'intervention :

– Monsieur Gérard Rameix, ancien Président de l'Autorité des marchés financiers et qui est actuellement Président du Haut Comité juridique de la Place financière de Paris ;

– Monsieur Jean-Jacques Ansault, Professeur de droit privé à l'Université Paris II Panthéon-Assas ;

– Madame Caroline Ruellan, fondatrice et présidente du cabinet SONJ Conseil, et également administrateur de l'Association des actionnaires minoritaires (« ADAM ») ;

– Madame Anne Maréchal, Directeur des affaires juridiques de l'Autorité des marchés financiers ;

– Madame Hélène Bourbouloux, administrateur judiciaire et associée du cabinet FHB administrateurs judiciaires ;

– Monsieur Benjamin Kanovitch, qui est associé au cabinet Bredin Prat ;

– Monsieur Pierre-Yves Chabert, avocat associé au cabinet Cleary Gottlieb Steen & Hamilton ;

– Et enfin pour le rapport conclusif, Monsieur Dominique Schmidt, qui est Professeur des Universités et avocat honoraire au Barreau de Paris.

Le thème auquel est aujourd'hui consacré le colloque est relatif à « L'actionnaire ». Et il convient de préciser que ce thème avait été déterminé avant l'épidémie de coronavirus qui nous empêche aujourd'hui, pour des raisons que tout le monde connaît, de nous retrouver tous réunis en un même lieu.



À titre introductif et très préliminaire, j'avais envie de, non pas renommer le thème du colloque, mais de poser la question qui semble devoir nous occuper aujourd'hui, à savoir en réalité : qu'est-ce qu'un actionnaire, ou qu'est-ce qu'être actionnaire aujourd'hui ?

« Qu'est-ce qu'être actionnaire aujourd'hui ? » au-delà de la qualification juridique d'actionnaire que nous connaissons tous. L'actionnaire est celui qui détient une part de capital ou, si l'on préfère, celui qui ayant financé à long terme l'entreprise, obtient en contrepartie un droit d'intervention dans la vie sociale. Probablement convient-il de remarquer que la qualification juridique d'actionnaire – ou plus largement d'associé car je ne crois pas qu'il y ait ici matière à distinguer – a permis d'identifier très certainement les droits d'apporteur de capitaux qu'est l'actionnaire, notamment lorsqu'il s'agit de le comparer à la situation du simple prêteur.

Mais cette qualification juridique ne permet pas de répondre de manière complètement satisfaisante à cette question qui nous occupe aujourd'hui, et qui, me semble-t-il, est la seule qui vaille d'être posée : quelle est la place de l'actionnaire ? Quel est le rôle de l'actionnaire au sein d'une part de l'organisation que constitue toute société ? Cela nous renvoie ainsi à la question des rapports entre les actionnaires d'un côté, et le *management* ou les dirigeants ou la direction générale de l'autre. Et d'autre part, quelle est la place de ce même actionnaire ou de ces mêmes actionnaires au sein de l'écosystème dans lequel évolue toute société ? Et il s'agit dès lors de confronter l'actionnaire aux parties prenantes ou intérêts dont la proximité avec la société peut être plus ou moins grande, plus ou moins forte.

Vous me direz qu'à ce compte, ces questions se posent et sont posées de longue date. Vous me direz également que les termes de ce débat sont connus, et même ne sont pas nouveaux. C'est probablement juste, mais convenons que l'évolution de ces dix dernières années au moins, peut-être aussi que les événements récents, de même que les évolutions à venir, conduisent à devoir, si ce n'est la repenser, tout au moins à réévaluer la place de l'actionnaire. Je m'en tiendrai ici aux évolutions passées – je laisserai le soin aux intervenants d'évoquer aussi les évolutions à venir. Évolutions passées donc, qui pour beaucoup sont, me semble-t-il, parvenues à maturité, et qui offrent aussi parfois à voir l'émergence de nouveaux antagonismes. De ce point de vue, deux évolutions me semblent, à titre tout à fait personnel, remarquables.

La première évolution tient à la prévalence des règles du marché sur celles qui assurent l'organisation interne, assez classique, de la société et qui donnent lieu au développement de plusieurs phénomènes qui sont favorisés très certainement par l'existence d'un marché transparent et efficace. Il y a un certain nombre d'exemples qui sont tous autant de manifestations de ces phénomènes : j'en citerai ici quelques-uns. Probablement tout d'abord, observons-nous l'émergence des agences de conseil en vote, qui sont le reflet d'une population d'actionnaires qui sont devenus essentiellement une population d'investisseurs. Je citerai également l'émergence d'actionnaires court-terme voire très court-terme, qui sont

aujourd'hui organisés voire même institutionnalisés, qui témoigne probablement de ce que la fonction primaire du marché financier – autrement dit assurer le financement des entreprises – est aujourd'hui largement dépassée. J'évoquerai aussi sans exhaustivité un sujet au cœur de l'actualité, du moins sur ces derniers mois, qui réside dans le développement de l'activisme actionnarial. Contrairement aux précédents, les stratégies d'arbitrage ne sont pas fondées ici tant sur le cours de bourse, que sur la sous-évaluation ou le sous-emploi des capacités de l'entreprises à générer du profit, témoignant ainsi de ce que le temps astronomique sur les marchés s'est considérablement accéléré ces dix dernières années.

Cette prévalence des règles du marché n'épargne pas le monde du non coté, c'est-à-dire celui des entreprises qui ne sont pas listées sur un marché réglementé ou organisé. Sociétés où il est parfois difficile de savoir qui est l'actionnaire de contrôle ou – pour utiliser une terminologie, une expression un peu ancienne – qui est le *maître de l'affaire* entre les prêteurs, les fonds de *private equity* et les fonds de dette. Cette situation est de nature à s'aggraver dans le contexte de la faillite, où l'actionnaire tend alors à n'être traité qu'à travers le prisme de son statut de simple créancier chirographaire.

La seconde évolution remarquable, et probablement me pardonnerez-vous de céder à la provocation, est la collectivisation larvée et rampante de l'entreprise privée, dont les intérêts tendent à être de plus en plus préemptés par ceux qui, n'ayant pas investi ni pris de risque financier, entendent néanmoins orienter les stratégies individuelles, voire les deux. Les exemples sont nombreux où la morale publique, l'intérêt national voire celui de l'humanité le disputent à l'intérêt commun des actionnaires.



Dès lors, la question se pose de savoir quelle place il y a encore pour l'actionnaire dans un écosystème qui, un temps au moins – nous verrons bien l'après par rapport à l'avant –, risque d'être gouverné par des normes extérieures, conçues pour adoucir les angles du capitalisme face à ses adversaires de plus en plus nombreux, qui n'en veulent plus ou qui n'en veulent pas. On comprend certainement que ce faisant, derrière le thème quelque peu technique de l'actionnaire, c'est aussi celui de prime abord moins perceptible de la vocation des organisations privées à poursuivre leur propre but, et celle de la volonté commune des actionnaires à servir leurs propres intérêts, qui sont en question.

Je ne sais pas si ce colloque permettra de répondre à cette interrogation – qui dépasse au demeurant très largement le cadre juridique –, mais il m'apparaît à peu près sûr que les prémisses des réponses qui peuvent lui être apportées se trouvent ici et maintenant.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Gérard Rameix

Président du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris

Je tenais d'abord à remercier les organisateurs de ce webinaire pour avoir à la fois surmonté les difficultés de la période, en nous lançant dans un exercice qui est le premier du genre pour moi, et aussi d'avoir pris comme thème un sujet aussi large. Comme Monsieur le Professeur Torck l'a dit, c'est un sujet à la fois très complexe sur le plan juridique, et très controversé dans la société. Sur le plan de l'exposé juridique, c'est pratiquement un thème à partir duquel on peut exposer l'intégralité du droit des sociétés, puisqu'il y a peu de questions qui ne se réfèrent pas, d'une façon directe ou indirecte, à la position de l'actionnaire.

Je vais donc tenter de faire cette introduction en essayant d'éviter de résumer ce que des spécialistes vont aborder dans les deux tables rondes à venir, mais en essayant de situer le sujet dans son évolution historique et dans son interaction avec les débats actuels sur le rôle de l'entreprise.

Je commencerai par dire que ce qui est frappant est que les réflexions, qui sont très récentes, sur le positionnement de l'actionnaire par rapport au marché, par rapport aux parties prenantes, sont en fait pour partie très anciennes. Elles prennent simplement une actualité complètement différente et sont ré-abordées sous un angle différent, du fait de toute une série de facteurs sur lesquels je reviendrai, et qui sont assez familiers – allant de la crise financière, à la question de l'environnement etc.

Pour essayer de cerner cette question de la position de l'actionnaire (**II.**), j'ai choisi de procéder à quelques développements à partir d'une vue historique très générale, en énonçant les grandes étapes qui me paraissent avoir modifié l'appréhension de la notion d'actionnaire (**I.**).

I. LES GRANDES ÉTAPES HISTORIQUES

A. La création de la notion d'actionnaire

La première étape est très claire : c'est la naissance de la notion d'actionnaire.

C'est une étape très ancienne, majeure. Elle consiste à séparer le patrimoine personnel de l'entrepreneur de celui de la personne morale qu'il crée avec d'autres. À partir du moment où on fait ce saut, et où on quitte l'univers dans lequel l'entrepreneur prenait tous les risques pour lui-même, tous les bénéfices pour lui-même et toute la responsabilité, naît une série de questions.

D'abord, l'actionnaire limite son risque par rapport à son patrimoine personnel et, de ce fait, il assume certaines contraintes. C'est de cette limitation que naît par exemple la notion d'abus de bien social, puisque, ayant séparé son patrimoine et celui de la personne morale, l'actionnaire fait du patrimoine de la personne morale

la garantie des créanciers et de tous ceux qui traitent avec l'entreprise. Il doit naturellement respecter strictement cette séparation entre son patrimoine et celui de l'entreprise, et ne pas confondre les deux comme c'est parfois tentant pour quelqu'un qui a une grande partie du capital.

Ensuite, l'autre tournant qui est pris à ce moment-là est que cette dissociation rend possible l'intervenant de « financier pur ». C'est-à-dire que l'on va trouver dans les entreprises, non seulement des entrepreneurs au sens propre du terme – des gens qui ont un projet et qui veulent progresser, en tirer les bénéfices, qui en assument complètement les risques car ils veulent le mener à bien –, mais également des financiers qui les accompagnent. Alors ces financiers peuvent être des actionnaires qui, on le verra dans les développements à venir, prennent des parts minoritaires, ou pas d'ailleurs, et prennent dès lors un risque financier, et qui doivent interagir avec les actionnaires qui sont « plus entrepreneurs ». On verra ultérieurement qu'à certains moments, on a le problème de la relation *manager*-actionnaire, qui a été citée par le Professeur Torck dans ses propos introductifs. On a aussi d'autres financiers qui peuvent arriver en ayant seulement un risque de crédit. C'est-à-dire qu'ils évaluent leur risque en fonction du patrimoine de l'entreprise, de son bilan, de ses projets et du rang de leur créance. Mais ils savent qu'ils n'ont pas d'autres gains que le versement de l'intérêt. Ainsi, ils n'ont pas à prendre en compte, sauf cas très rares d'abus, la richesse personnelle des différents actionnaires.

Voici donc pour moi la première phase dans laquelle on a, en germe, un certain nombre de problèmes que l'on verra ensuite. On a des actionnaires qui restent quand même très proches de l'activité entrepreneuriale proprement dite, même s'il y a des financiers.

B. L'apparition du gestionnaire/*manager*

La deuxième étape pour moi, tient en la distinction entre actionnaires et *managers*.

Peu à peu, les entreprises se développant, la relation entre les actionnaires et les dirigeants effectifs de la société a évolué. Les principes sont clairs : le dirigeant sert les intérêts des actionnaires. Il a pour objectif de gérer le rapport rendement-risques de ses actionnaires, il a la responsabilité et le devoir d'engager la société ; mais il est désigné et contrôlé par les actionnaires. On voit donc que là, la dissociation évoquée précédemment entre des patrimoines, conduit à la dissociation actionnaires-dirigeants, surtout quand les entreprises se développent. Pourquoi ? Parce que le dirigeant peut n'être que très marginalement actionnaire, et les actionnaires ont des rapports assez différents avec les dirigeants – un grand nombre pouvant être peu intéressés, ou pas du tout impliqués dans le fonctionnement même de l'entreprise. De ce fait, la position de l'actionnaire en est affectée, et pour la définir, il faut dès lors regarder les différentes situations économiques, la composition exacte du capital, voire les catégories d'actionnaires.

Cette évolution, je ne vais pas la développer évidemment car elle est à relier avec des réflexions et des approches plus générales, telles que celles de Burnham ou de Galbraith sur le rôle des organisateurs et de la technocratie dans la société.

C'est toute l'idée que, finalement, les sociétés occidentales sont dominées par des organisateurs, par des sortes de « technocrates » qui, dans la vie publique comme dans les entreprises, dirigent de fait. Pour notre sujet, on a plusieurs conséquences.

Je le disais un peu tout à l'heure, on a d'une part des actionnaires majoritaires qui peuvent influencer sur les dirigeants, et d'autre part les minoritaires qui ont peu de pouvoir sur les dirigeants. Mais cette distinction est en réalité trop générale et assez superficielle par rapport à l'ensemble des problèmes qui se posent. D'abord, même avec des actionnaires puissants au capital, on peut avoir une difficulté à aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants. C'est en tout cas mon ressenti lorsque des actionnaires – qui n'étaient pas tous de petits actionnaires, loin de là – ont cherché par des systèmes de rémunération sophistiqués et des systèmes de *stock-options* à récompenser le dirigeant s'il faisait progresser la valeur de l'action. Ces dispositifs sont des tentatives de la part des actionnaires d'éviter l'appropriation du pouvoir par un dirigeant tout-puissant. Ensuite, se pose aussi le problème de savoir qui définit les objectifs pour ce dirigeant : est-ce que c'est le conseil d'administration ? L'assemblée générale ? Le dirigeant lui-même qui arrive à s'auto-assigner ses propres objectifs, soit parce qu'il n'y a pas de majorité actionnariale claire pour le contrôler et lui assigner un véritable objectif, soit parce que cet objectif est trop général ?

À ce stade, je souhaiterai insister sur le constat qu'avant même d'avoir ce débat – sur lequel je vais revenir bien sûr – sur la dialectique de l'intérêt social *versus* l'intérêt des actionnaires, on a déjà dans ces situations, toute une série de sujets qui tournent autour de la manière dont le dirigeant, l'équipe dirigeante, peut interpréter l'intérêt des associés. On dit en droit que l'intérêt social est celui de donner les profits aux actionnaires. Mais, si on regarde la vie économique, on s'aperçoit qu'il y a quand même une dialectique entre la sécurité et le risque. Est-ce que maximiser le profit pour les actionnaires renvoie à un profit à très court terme, ou est-ce maximiser la valeur de l'entreprise sur une période plus longue ? Est-ce que c'est prendre le risque d'une rémunération très importante, mais avec des risques d'à-coups et parfois presque de défaillance de l'entreprise ? Est-ce que l'on a une dialectique entre la recherche de la part de marché et la recherche de rentabilité ? Un moment on disait que les dirigeants, disons « technocrates » ou assez autonomes, visaient plus la part de marché ou le nombre de salariés de l'entreprise, pour des questions d'ego ou de puissance, de progression de leur rôle dans l'économie – y compris dans l'économie internationale –, éventuellement au détriment de la rentabilité pour les actionnaires. Inversement, on a vu l'évolution contraire, où l'on dit de maximiser la rentabilité en prenant plus de risques. On a aussi, concernant la position du dirigeant dans ce mouvement d'idées et de situations économiques, la question de savoir ce qu'on fait du *cash-flow* dégagé par l'exploitation de l'entreprise. Est-ce qu'on l'utilise pour investir davantage, pour faire des opérations financières ? Est-ce qu'on l'utilise pour attribuer des dividendes ou, par différents mécanismes, associer l'ensemble des salariés à la réussite de l'entreprise ? C'est un sujet que dans certaines circonstances, l'équipe dirigeante assume assez largement plus qu'au moins une grande partie des actionnaires.

On a aussi tout le débat qui est devenu public, surtout avec les conséquences des différentes crises – de la crise du début des années 2000, avec l'expansion

énorme du marché financier, l'introduction d'entreprises nouvelles liées à l'internet, mais aussi de la crise financière des *subprimes* – sur le point savoir si certaines modalités de rémunération des dirigeants n'incitait pas à prendre des risques excessifs, ou à être trop court-termiste. On a donc déplacé le débat de la tendance de la part des actionnaires – ou en tout cas des actionnaires principaux – d'essayer d'obliger le dirigeant à aligner leurs intérêts sur les siens, vers un débat plus général dans la société, sur le fait de savoir si cette idée d'alignement n'impliquait pas des risques et des dommages possibles pour la sphère extérieure à l'entreprise.

On voit donc que cette dialectique entre dirigeant et actionnaire est très importante dans l'appréciation de la position de l'actionnaire. Elle évolue très considérablement selon les situations et elle marque beaucoup les réflexions sur les entreprises et sur la gouvernance, ainsi que sur leur contrôle et leur régulation.

J'ajouterai enfin un facteur très important : c'est l'implication de la cotation, le rôle du marché. Il y a un certain nombre de sociétés – les plus importantes – qui sont cotées en action, mais beaucoup ont énormément de dettes obligataires sur les marchés et, même hors du coté, des sociétés sont contrôlées par des fonds de *private equity*. Dans le cadre de sociétés cotées, le petit actionnaire a une position qui est plutôt d'être un objet de protection, que d'être la source du pouvoir comme dans la présentation classique de l'actionnariat. Et inversement, les actionnaires qui influent le plus sur le *management*, ce sont eux qui sont le plus sensibles aux évolutions liées à l'interaction avec des enjeux économiques, politiques, liés au comportement des parties prenantes et aux critiques pouvant être faites de l'extérieur sur la société. Je ne sais pas si cela va jusqu'à la « collectivisation », mais le terme montre bien la problématique ressentie par les entrepreneurs.

C. L'apparition de l'actionnariat financier

Il y a une troisième approche importante pour notre sujet : c'est l'apparition de l'actionnariat purement financier. Je l'ai déjà évoquée au début parce qu'il est vrai qu'elle existe depuis la création de la notion d'actionnaire et la dissociation des patrimoines. Mais tout de même, si on regarde le pouvoir de l'actionnaire et ses responsabilités, on voit que les modifications du monde financier durant les vingt ou trente dernières années en France et dans le monde international – au moins occidental – ont conduit à une financiarisation de l'économie qui a renouvelé, de mon point de vue, la position de l'actionnaire et sa relation avec le dirigeant.

En effet, on observe la structuration d'un actionnariat professionnel. C'est-à-dire qu'aux côtés des actionnaires très impliqués dans le *management*, ou au contraire très minoritaires avec des placements sur les actions, on a un actionnariat professionnel, composé de banquiers, d'assureurs, de gérants d'actifs, ou même de fonds spéculatifs ou de *family offices*. Tous ces acteurs sont des gens qui, pour une grande partie, gèrent l'argent des autres en tant qu'intermédiaires entre le public en général et l'entreprise qui a besoin de se financer. Mais ils deviennent très puissants parce qu'ils peuvent rassembler des fonds extrêmement importants, qu'ils investissent soit en dette, soit en action. Et lorsqu'ils investissent en action, ils

peuvent avoir une influence sur les entreprises. Ainsi, alors que le propos général – à grands traits – en matière d'évolution *manager*-actionnaire consistait en un déplacement du pouvoir au profit du dirigeant et une perte corrélative de pouvoir du côté de l'actionnaire, l'actionnariat financier a induit un certain retour au premier plan du pouvoir de l'actionnaire – au moins de certains actionnaires, mais qui ne sont pas les moindres sur le marché. Les *managers* dans cet environnement-là sont alors de mieux en mieux payés, au moins pour les très grandes entreprises, mais ils sont aussi plus fragiles et tendent à être jugés, à mon sens, davantage sur le court terme par des actionnaires qui sont souvent aussi relativement court terme. Cela dépend des situations, mais les actionnaires financiers sont généralement quand même très sensibles au retour sur investissement. Ils sont aussi sensibles à la valeur de l'action dans la mesure où – et il y a tout un développement sur les évolutions comptables ayant donné lieu à ce constat – eux-mêmes – les banques, les assureurs, les gérants d'actifs – voient leur performance et leur bilan appréciés par les analystes principalement en fonction de la valeur de l'action. Ainsi, le dirigeant qui souhaite mener une stratégie en prenant peu de risques de court terme et en valorisant à moyen terme son action, va peut-être avoir l'estime à titre personnel de beaucoup de gens, mais dans ses relations avec les actionnaires – qui deviennent de plus en plus puissants et financiers –, il y aura des pressions pour agir à plus court terme, et pour éviter une période de progression trop lente de l'action, notamment si l'on se trouve dans une phase de marché où les actions en général – et surtout celles qui dégagent des profits à court terme – se développent, et augmentent donc leur cours.

Au terme de cette évolution, celle-ci est, en définitive, un facteur de naissance des critiques généralement faites à l'égard de ces entreprises. Il y a des voix qui s'élèvent dans la société pour dire que les objectifs généraux des entreprises ne sont pas conformes à l'intérêt général. En disant cela, on met en cause la position de l'actionnaire en considérant que la manière dont il gère sa position a des incidences négatives, des « externalités négatives » disent les économistes, sur la société. Il y a donc toute une série de risques et d'externalités négatives opposée à l'entreprise, et l'évolution générale consiste à essayer d'influencer le comportement des entreprises, soit par la régulation – qui a principalement pour but d'éviter des risques excessifs, de favoriser l'information, la solidité des bilans des entreprises, et de protéger les minoritaires, cette nécessité devenant prégnante – soit, et en même temps, par davantage de contraintes extérieures exercées sur l'entreprise sous la forme de normes légales, ou de droit mou, ou sous la forme d'obligations de transparence de plus en plus importantes.

Cette phase de montée d'un actionnariat financier me semble avoir une « double face » : elle marque comme je l'ai dit un retour du pouvoir des actionnaires parce que certains d'entre eux au moins sont plus puissants par rapport aux dirigeants, et ont trouvé les moyens d'influer sur leur comportement ; mais on a, dans un autre sens, une fragilisation du pouvoir de l'actionnaire parce qu'elle introduit un débat sur les buts mêmes de l'entreprise, ce qui est la cause du renouvellement du débat autour de l'intérêt social et de l'intérêt des actionnaires.

D. Le renouvellement du débat intérêt social-intérêt des actionnaires

C'est un débat juridique sur lequel il faudrait passer plus de temps. À grands traits, c'est un débat ancien, qui se place sur le niveau de savoir si l'intérêt des actionnaires est l'unique but des dirigeants de l'entreprise, ou s'ils doivent respecter un intérêt social qui serait autonome par rapport à leur intérêt commun, et qui serait donc quant à lui plus général. Dès lors que l'on adopte cette dernière approche, on peut avoir différentes vues de cet intérêt social, ce qui ouvre incidemment la porte à davantage de contraintes, de demandes, adressées à l'entreprise au nom de son intérêt social. L'intérêt social, à ce moment-là, pourrait être défini non seulement par les actionnaires et par d'autres parties prenantes.

Cette actualité nouvelle du débat sera abordée dans la Première table ronde, au cours de laquelle seront évoquées les raisons qui renouvellent ce débat. D'un côté, il y a les enjeux environnementaux : est-ce que l'action des entreprises n'a pas des externalités négatives sur l'environnement ? Et donc, faudra-t-il que de nouvelles parties prenantes interviennent pour les contraindre, les pousser, à prendre en compte ces enjeux environnementaux ? Il y a à présent une série de règles sur l'information et, plus récemment, sur le but même de l'entreprise. Il y a également, et évidemment, la mondialisation et l'impact sur l'emploi dans le monde occidental. À partir du moment où l'on considère que la maximisation de l'intérêt financier de l'entreprise et surtout le renforcement de sa place dans la compétition internationale peuvent conduire à optimiser de son point de vue la localisation des emplois, la question de l'intérêt de certaines parties prenantes nationales, singulièrement les salariés, peut dès lors se poser. Ce qui s'est passé ces dernières semaines va d'autant plus accentuer cette demande, et poser le dilemme de façon accrue pour l'entreprise entre favoriser les salariés de son siège social, de son lieu d'identité, ou bien maximiser ses capacités de localisation. Il y a également eu la crise financière. Certaines entreprises ont été aidées considérablement par de l'argent public, et dès lors, certains se demandent – à juste titre me semble-t-il car c'est une question logique – quelle est la contrepartie de ce soutien, et quelle est l'action des pouvoirs publics, pour limiter les risques pris par les entreprises afin d'éviter cette sorte d'appel au contribuable.

Ces facteurs induisent que l'on passe de la distinction de l'intérêt des actionnaires, à l'intérêt social, et qu'on élargisse le débat sur l'intérêt social, qui est en vérité extrêmement difficile à définir, parce qu'il dépend énormément des circonstances. Cette contingence pose toute une série de questions que je ne fais qu'évoquer : qui sont exactement ces parties prenantes ? Quelle place leur conférer aux côtés des actionnaires et des dirigeants ? Toutes ces questions sont complexes, et elles vont peser sur l'accroissement de la responsabilité des dirigeants.

En ce sens, une étape récente sur le plan juridique – et il y a des travaux à ce propos au sein du Haut Comité juridique de Place que j'ai l'honneur de présider – est celle de la judiciarisation. En effet, dès lors qu'on met énormément de règles pour orienter la formation des entreprises ou même leur objet – puisqu'il va y avoir des entreprises qui ajouteront dans leurs statuts un objet particulier –, que va-t-il se passer lorsque des acteurs extérieurs, des organisations non gouvernementales (« ONG »), vont dire à une entreprise que les informations données sont

en fait inexactes, ou que les termes de la description de l'objet social ne sont pas respectés dans la pratique, ou bien encore que les règles qui disent de prendre en compte d'autres intérêts que les intérêts financiers ne sont pas respectées ? Tout cela conduit alors – je ne sais pas dans quelle mesure, l'avenir nous le dira – à un rôle du juge extrêmement difficile. Traditionnellement, le juge essaie – et cela me semble heureux – d'éviter au maximum de se placer sur le terrain de l'opportunité par rapport à la gestion de l'entreprise, et de rester sur un terrain strictement juridique. On voit ici que la frontière peut se déplacer, et peut-être verra-t-on le juge apprécier exactement dans quelles circonstances le dirigeant se trouvait, comment il pouvait arbitrer entre les différents intérêts en présence et s'il a fait le bon arbitrage. Cela paraît être une dérive, mais qui semble rendue possible par une certaine lecture des textes.

On parvient au final à un paradoxe car, *a priori*, cette évolution, ce mouvement d'idées, marque plutôt un recul du pouvoir de l'actionnaire. Il a moins de droits, plus de responsabilités, plus de risques, plus de contraintes, plus de régulations. Et en même temps, on peut se dire que certains actionnaires, au moins des actionnaires minoritaires qui sont souvent les porteurs de durée plus longue que certains financiers, peuvent eux trouver une protection contre le risque que certains dirigeants ou que certains actionnaires majoritaires ou financiers fassent trop prendre de risques de court terme au détriment des intérêts de moyen terme. Si on garde son action longtemps, on peut avoir intérêt à avoir des dirigeants qui tiennent compte de l'ensemble des contraintes et évitent des dénonciations politiques, des risques physiques, des risques financiers etc.

II. LES TERMES DU DÉBAT

Je vais conclure cette introduction en disant que, en réfléchissant à l'organisation et au déroulement de ce colloque, nous avons unanimement décidé de la structurer autour de deux approches.

Dans un premier temps, une approche générale consiste à essayer de poser ces évolutions : l'évolution de l'actionnaire, de la gouvernance, les droits et les devoirs de l'actionnaire, la solidité de son positionnement.

Dans un deuxième temps, sera développée une approche propre aux situations exceptionnelles qui, schématiquement, sont de deux types : d'abord celles où l'entreprise est en difficulté, et où, par conséquent, les rapports entre les actionnaires et d'autres acteurs prennent un tour particulier ; et ensuite, celles où la gouvernance peut être bouleversée par suite d'une tentative de prise de contrôle et d'intervention financière massive sur une entreprise. Là, les notions d'intérêt des actionnaires et d'intérêt de l'entreprise sont très importantes car il y a des protections spéciales, et dès lors, des règles particulières s'ajoutent au droit commun. Or en effet, je tiens à souligner que les questions de base sur le positionnement des actionnaires et les règles en vigueur s'appliquent à toutes les entreprises, tout le temps – et méritent énormément de réflexion –, mais les situations exceptionnelles présentent un intérêt juridique propre, puisque d'autres textes spéciaux s'appliquent, mais surtout, ces situations font état de rapports exacerbés entre les acteurs.

PREMIÈRE TABLE RONDE

—

LES ÉVOLUTIONS DES DROITS DES ACTIONNAIRES

REGARD SUR L'ÉVOLUTION DE L'INTÉRÊT DES ACTIONNAIRES EN DROIT DES SOCIÉTÉS¹

Jean-Jacques Ansault

Professeur agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

Je souhaitais faire part d'un regard sur l'évolution de l'intérêt des actionnaires en droit des sociétés.

Si on adopte une perspective historique, chacun a bien conscience que l'interrogation sur la légitimité des actionnaires à exercer un pouvoir absolu sur la société n'est nouvelle, ni en France, ni à l'étranger. À l'étranger, la question a beaucoup occupé les pays anglo-saxons : tout le monde connaît la formule selon laquelle on a pu dire que « l'actionnaire n'est pas plus propriétaire de l'entreprise que le parieur du Berdy d'Epson n'est propriétaire du cheval ».

Si l'on s'en tient au droit français, on peut dire que les assemblées générales des associés et actionnaires se présentent en théorie comme l'organe suprême de la société. Jusqu'à il y a peu, l'article 1833 du Code civil énonçait simplement que toute société est « constituée dans l'intérêt commun des associés ». Cependant sur un terrain strictement juridique, on sait que les pouvoirs des assemblées n'échappent pas à certaines limites. S'ajoute à ceci que la notion d'intérêt social, aujourd'hui consacrée en tant que telle par le droit positif – au-delà du droit souple et du concept de responsabilité sociale de l'entreprise –, paraît difficilement se confondre avec le seul intérêt des actionnaires. La nouvelle formule de l'article 1833 alinéa 2 du Code civil énonce d'ailleurs que « La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». On retrouve également cet impératif pour les sociétés anonymes dans les textes du Code de commerce.

Mais il y a plus car, justement dans un contexte où l'intérêt social ne se trouve pas défini, beaucoup sont d'avis que le concept d'intérêt social lui-même doit nécessairement intégrer, en sus de l'intérêt des actionnaires, celui des parties prenantes – à savoir pêle-mêle, les salariés, les clients ou encore les fournisseurs. Au plus fort, outre la diminution du temps de détention des actions, la diversité fréquemment observées des objectifs des actionnaires au sein d'une même société rend complexe l'appréhension d'un intérêt commun des actionnaires. On peut d'ailleurs en juger au regard de la diversité des actionnaires.

La société peut avoir un actionnaire majoritaire ou disposant du contrôle au sens le plus large du terme. Plus fréquemment, il peut s'agir d'actionnaires majeurs, dit « actionnaires de référence », qui détiennent un pourcentage significatif du

1. Afin de ne pas dénaturer la nature des propos, le style oral a volontairement été conservé.

capital, qui agissent seuls ou de concert. Ils sont généralement, mais pas toujours, représentés au conseil d'administration. La France est de ce point de vue caractérisée par la présence importante d'actionnaires de contrôle ou de référence.

Ces actionnaires coexistent par ailleurs avec les actionnaires institutionnels, qu'il s'agisse d'investisseurs gérant eux-mêmes leurs participations, ou de sociétés de gestion agissant pour compte de tiers. La nécessité de prendre position sur un grand nombre de résolutions, dans un grand nombre d'assemblées réunies, sur une période qui peut être assez courte, amène de tels actionnaires à se reposer largement sur les recommandations de professionnels, notamment les *proxy advisors*.

Il faut également compter sur les actionnaires activistes, qui sont principalement de deux sortes. L'on trouve les associations, qui ont pour objectif de défendre les intérêts des petits actionnaires. Mais l'on trouve également certains *hedge funds* qui, tout en détenant une participation faible de capital, agissent pour orienter l'assemblée dans la direction stratégique de leur choix – ce qui peut aller jusqu'à des restructurations ou au changement de l'équipe de direction. Bien entendu, ces choix ne sont pas toujours orientés vers l'intérêt à long terme de l'entreprise, mais visent parfois simplement la distribution rapide de profits à l'égard des actionnaires.

S'agissant des actionnaires individuels, leur part dans les sociétés cotées s'est réduite du fait de la crise financière et de la désaffection qu'elle a entraînée à l'égard de la bourse. Mais pour autant, les sociétés doivent leur apporter une attention particulière en raison sans doute de l'importance que revêt leur satisfaction en termes d'image, ce qui est essentiel aujourd'hui.

Au demeurant on le voit, quelle que soit leur nature, les investisseurs peuvent poursuivre des objectifs différents selon qu'ils recherchent la plus-value ou les dividendes. Deux exemples permettent de nous en convaincre s'il y a encore besoin. Les actionnaires qui ont acquis leur titre au moyen d'emprunt sont naturellement préoccupés par la génération rapide et régulière de revenus. Les actionnaires qui ont acquis leur titre par le jeu d'un nantissement, par exemple consenti par un débiteur défaillant, sont plus préoccupés par leur sortie du capital que par l'*affectio societatis*. Tout ceci d'ailleurs s'inscrit dans des horizons de temps différents : du long-terme à la nanoseconde.

Il faut remarquer quand même que certaines mesures issues des réformes de fin 2019 tendent à permettre aux émetteurs de justement mieux connaître leurs actionnaires, et à inciter ces derniers à adopter des stratégies au long terme. C'est ainsi que la procédure du titre au porteur identifiable a été retouchée, et que l'activité des conseillers en vote, des sociétés de gestion de portefeuille et des investisseurs institutionnels est dorénavant beaucoup plus encadrée².

Dans un contexte marqué par une très forte diversité, quel regard peut-on porter sur l'évolution de l'intérêt des actionnaires en droit des sociétés ?

À mon sens, il est possible de mettre en exergue quelques lignes de force qui illustrent des conflits d'intérêts auxquels peuvent être confrontés les actionnaires.

2. Décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019 portant transposition de la directive (UE) n° 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

J'examinerai successivement l'intérêt des actionnaires dans l'ordre interne (**I.**) puis l'intérêt des actionnaires dans l'ordre externe (**II.**).

I. L'INTÉRÊT DES ACTIONNAIRES DANS L'ORDRE INTERNE

On peut dire, tout d'abord, que cet intérêt est susceptible de se heurter à d'autres intérêts divergents. Plusieurs exemples illustrent l'existence de conflits, d'une part avec les dirigeants (**A.**) et d'autre part avec les actionnaires (**B.**).

A. Les conflits avec les dirigeants

En matière de conflits nécessitant un arbitrage entre les intérêts des dirigeants et ceux des associés – et si l'on met de côté les autres problématiques, qui seront évoquées plus tard, en termes de contentieux de la responsabilité –, je voudrais insister sur la question des rémunérations (**1.**) et sur celle des conventions réglementées (**2.**).

1. Les rémunérations

C'est une question particulièrement sensible, et qui est de nature à donner naissance à un conflit entre les intérêts propres desdits dirigeants et ceux des associés. On ne reviendra pas ici dans le détail sur les évolutions qu'a connu la procédure du *say on pay* dans les sociétés cotées et sur le passage progressif du droit souple à des dispositifs beaucoup plus contraignants. Je me contenterai ici de souligner des éléments qui me paraissent fondamentaux.

Au regard d'abord de la simplification du dispositif existant, l'ordonnance du 27 novembre 2019³ a abrogé les articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du Code de commerce qui soumettaient certains compléments de rémunération à la procédure des conventions réglementées. Au titre de la transposition de la directive *Droit des actionnaires*⁴, l'ordonnance en cause et le décret⁵ ont revu en profondeur le dispositif existant. Ils ont modifié le champ d'application du *say on pay* et ont refondu la procédure. S'agissant de celle-ci, les textes existants ont été donc entièrement réécrits. Il y a, *ex ante*, une politique de rémunération qui doit être élaborée puis soumise à l'approbation annuelle des actionnaires, et, *ex post*, ces derniers doivent être consultés sur la rémunération attribuée en cours de l'exercice à chaque mandataire. Est ainsi adopté un régime bien plus strict au demeurant que les textes européens ne l'imposaient.

Autre exemple de cette tension autour de la question des rémunérations : l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») a constaté dans plusieurs cas l'existence de contrats, parfois confidentiels, conclus entre certains dirigeants sociaux et un des actionnaires cédant ses actions. Ces contrats prévoient généralement le versement d'une rémunération au dirigeant dont le montant est déterminé au moment

3. Ordonnance n° 2019-1234 du 27 novembre 2019 relative à la rémunération des mandataires sociaux des sociétés cotées.

4. Directive (UE) n° 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

5. Décret n° 2019-1235 du 27 novembre 2019, *op. cit.*

de la sortie du capital de l'actionnaire, en fonction de la valeur de la participation cédée. Ces contrats posent un certain nombre de difficultés : outre les questions du conflit d'intérêts et de leur conformité à l'intérêt social qu'ils sont susceptibles d'entraîner, ceux-ci soulèvent une interrogation au regard de l'information du marché. La question se pose avec une acuité supplémentaire lorsque les sommes dues au titre de ces contrats sont nettement supérieures à la rémunération versée par la société au titre du mandat social.

2. Les conventions réglementées

La question des conventions réglementées est bien connue, mais elle a été renouvelée. Les situations de conflits d'intérêts dans l'ordre interne sont appréhendées dans les sociétés anonymes en particulier par le dispositif des conventions réglementées.

Le régime est bien connu. Lorsqu'une convention est conclue entre la société et l'un des mandataires sociaux ou actionnaire significatif, le projet de convention est soumis à l'autorisation préalable du conseil d'administration ou de surveillance. Puis la convention signée fait l'objet d'une demande de ratification *a posteriori* des actionnaires, sur présentation du rapport spécial du commissaire aux comptes. Pour éviter les tentatives de détournement de la procédure, la loi étend son application aux personnes interposées et à l'intérêt indirect.

Par souci de sécurité, le législateur a par ailleurs exclu du champ de l'application de la procédure certaines conventions conclues avec des mandataires sociaux intrinsèquement porteuses d'un risque de conflit – emprunt auprès de la société, découvert en compte courant, octroi de caution, aval et garantie. Leur conclusion est légalement interdite et sanctionnée par une nullité.

À l'inverse, par souci d'efficacité, les conventions conclues entre un actionnaire et un mandataire social, régissant les opérations effectuées de manière habituelle et à des conditions normales pour la société, et entrant dans le cadre de son activité sociale, échappent au dispositif de contrôle. Ces conditions sont normalement appréciées *in concreto* par le juge. Pour faciliter la distinction entre les conventions réglementées et ces conventions courantes, l'AMF recommande de mettre en place une charte interne à l'entreprise définissant les critères retenus pour opérer une telle qualification. On sait que depuis une loi de juillet 2019⁶, échappent au dispositif les conventions conclues entre deux sociétés dont l'une détient directement ou indirectement la totalité du capital de l'autre.

C'est dire que le régime des conventions réglementées est périodiquement amendé par le législateur, rendant cet outil à la fois plus efficace et plus adapté. Ces évolutions, ces réformes, témoignent de la nécessité de concilier deux exigences essentielles : la préservation de l'intérêt social et l'impératif de ne pas entraver le fonctionnement et la compétitivité des sociétés.

6. Loi n° 2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés.

Depuis l'ordonnance du 31 juillet 2014⁷, la loi impose au conseil de motiver l'autorisation préalable de la convention en justifiant de l'intérêt de la convention pour la société, notamment en précisant les conditions financières qui y sont attachées, et de procéder au réexamen annuel des conventions autorisées au cours de l'exercice précédent et demeurant en vigueur. Pour satisfaire à cette exigence de motivation s'agissant des conditions financières, l'intervention d'un expert indépendant peut s'avérer utile.

Plus récemment, la loi Pacte⁸ a prévu pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la mise en œuvre d'une procédure d'évaluation périodique des conventions courantes par le conseil, pour vérifier qu'elles répondent toujours à la qualification de conventions courantes. La loi Pacte étend aussi à toute personne indirectement intéressée l'exclusion des délibérations et du vote lors de l'approbation préalable si elle est administrateur ou membre du conseil de surveillance, et lors de la ratification en assemblée si elle est actionnaire. S'agissant des sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la loi Pacte exige en outre l'organisation d'une publicité des conventions réglementées sur le site internet de la société au plus tard au moment de la conclusion de celles-ci.

Au bilan, cette liste d'informations devrait être de nature à inciter ces organes à motiver leurs décisions plus finement qu'auparavant. La publication pourra ensuite attirer l'attention des actionnaires minoritaires les plus actifs. La portée de cette obligation nouvelle doit néanmoins être nuancée pour, à mon sens, deux raisons au moins. D'une part, en guise de sanction, le texte prévoit la possibilité pour tout tiers de demander au tribunal statuant en référé d'enjoindre le conseil d'administration - ou le conseil de surveillance - à publier ces informations. Or, pour qu'une telle possibilité soit saisie, encore faut-il que les tiers aient connaissance de la convention. D'autre part, il est remarqué de longue date que la procédure des conventions ne pêche pas tant par elle-même que par le champ de son exception : les conventions courantes conclues à des conditions normales. Il semble que la pratique tende à adopter une interprétation très large de la notion de convention libre, qualifiant ainsi des conventions qui n'en sont en rien, ce qui fait échapper artificiellement au contrôle et à la connaissance des actionnaires ce type de contrat.

L'effectivité de cette obligation est en réalité subordonnée à la mise en œuvre d'une autre obligation apportée par la loi Pacte, à savoir l'instauration d'une obligation d'élaborer une procédure interne permettant d'évaluer régulièrement si les conventions portant sur des obligations courantes et conclues à des conditions normales remplissent ces conditions. Dans ce contexte, l'AMF pourrait être amenée à jouer un rôle de premier plan, par l'analyse des procédures mises en place par les sociétés, ce qui pourrait, au fil du temps, permettre une meilleure appréhension par la pratique du champ de la procédure, et rendre donc une partie de son efficacité à la procédure des conventions réglementées.

7. Ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises.

8. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

En dépit de dispositifs mis en œuvre par le droit positif afin de protéger les intérêts des actionnaires, l'actualité récente invite à faire preuve de plus de prudence et de vigilance dans l'appréhension et la gestion des conflits d'intérêts.

À ce titre, une piste pourrait être de limiter la pratique des mandats croisés et l'existence d'un mandataire commun entre deux sociétés, en particulier en présence d'activités concurrentes.

En outre, le renforcement du rôle de l'« administrateur référent » mériterait d'être envisagé, notamment afin de procéder, avec le support d'un comité d'administrateurs indépendants, à une revue annuelle des intérêts dont sont porteurs l'ensemble des administrateurs.

Remarquons à ce propos que s'agissant du dialogue permanent avec les actionnaires, l'AMF constate dans son rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de société côtées que plus de la moitié des sociétés de l'échantillon ont désigné un membre du conseil (souvent un administrateur « référent ») pour assurer les relations entre cet organe et les actionnaires.

Les règlements intérieurs des conseils pourraient être précisément et utilement rédigés aux fins de permettre une gestion rapide et incontestable de toute situation de conflit d'intérêts.

B. Les conflits entre actionnaires

Deux conflits entre actionnaires sont emblématiques de l'évolution contemporaine de la notion d'intérêt des actionnaires. Ces deux conflits concernent d'une part la situation de l'associé prêteur (1.) et d'autre part les clauses dites d'exclusion ou d'éviction (2.).

1. La situation de l'actionnaire prêteur

Depuis la loi Pacte, on sait qu'il est possible pour un actionnaire de consentir une avance en compte courant quel que soit le niveau de détention du capital de la société. Mais des divergences d'intérêts peuvent se faire jour entre actionnaires selon qu'ils ont recours ou non à un tel mécanisme.

La Cour de cassation a établi un principe d'indépendance entre les qualités d'associé et de créancier⁹. Le financement en compte courant d'associé n'est pas soumis au régime des apports établi par le droit des sociétés, mais à celui d'un contrat de prêt de droit commun. En prolongement de ce principe, la Haute juridiction affirme régulièrement le droit du titulaire du compte courant d'obtenir la restitution immédiate du solde, en l'absence de terme stipulé. Autrement dit, en tant que créancier, le titulaire du compte peut solliciter à tout moment la restitution des fonds avancés pour une durée indéterminée peu important que celui-ci provoque dégradation de la situation économique de la société, susceptible de nuire aux intérêts des autres actionnaires.

Toutefois, on gardera en mémoire deux outils juridiques susceptibles d'être mobilisés efficacement pour éviter une telle situation. D'abord, le juge peut différer

9. Com., 11 janv. 2017, n° 15-14.064.

la restitution du solde, notamment en exerçant le pouvoir modérateur de l'article 1244-1 du Code civil : statuant en équité, il n'est plus tenu par la règle d'indépendance des qualités d'associé et de prêteur. Ensuite, lorsque la société est *in bonis*, le remboursement du solde créateur du compte courant peut s'opérer par compensation avec les obligations que le contrat de société lui-même impose à l'associé malgré la règle d'indépendance des qualités d'associé et de prêteur.

2. *Les mécanismes d'exclusion*

Les mécanismes d'exclusion peuvent être un outil intéressant pour résoudre des conflits entre actionnaires ayant des intérêts divergents. On peut voir ici une évolution très symptomatique, puisqu'il y a encore quelques temps, les clauses d'exclusion ou d'éviction étaient interdites au nom du droit pour l'actionnaire ou de l'associé de rester dans la société. Aujourd'hui, elles font l'objet d'une régime prétorien.

En principe, un actionnaire peut être exclu mais seulement pour des causes et selon des modalités fixées par les statuts. Compte tenu de leur nature contractuelle, ces clauses doivent indiquer très précisément certains éléments sous peine de voir leur efficacité remise en cause. Il s'agit d'abord des motifs d'exclusion : cela peut être l'inexécution de l'obligation d'apport, la cessation d'activité statutaire imposée à chaque associé, ou encore la perte des qualités requises pour être associé. Les statuts doivent en outre mentionner l'organe habilité à statuer sur l'exclusion. Cette compétence, en principe, est dévolue au conseil d'administration dans la société anonyme sauf à la réserver à l'assemblée générale extraordinaire en raison de la gravité de la décision. Doivent également figurer dans les statuts les modalités de la procédure d'exclusion : convocation des associés, audition de l'intéressé, quorum et majorité du vote, forme et délai de notification de la décision, et, bien entendu, l'impératif de remboursement des parts dont l'associé exclu ne peut être privé, moyennant le choix ardu de critères visant à fixer le prix en cette occurrence.

La Cour de cassation, dans un certain nombre d'arrêtés, a bien dit que cette clause était valable à condition d'être conforme à l'intérêt social¹⁰. Encore une fois, la difficulté est de savoir ce que l'on met dans le champ de cet intérêt social et, par conséquent, les motifs d'exclusion susceptibles d'être reliés à celui-ci. Là encore, il pourrait y avoir un contentieux assez épineux à ce sujet pour discuter de la compatibilité entre ces deux éléments.

À l'analyse, on voit que l'intérêt des actionnaires est assez bien protégé dans l'ordre interne, en tout cas, on voit qu'il y a une évolution plutôt favorable. En va-t-il de même dans l'ordre externe ?

10. Par exemple, Com., 8 mars 2005, n° 02-17.692.

II. L'INTÉRÊT DES ACTIONNAIRES DANS L'ORDRE EXTERNE

L'intérêt des associés dans l'ordre externe appelle en particulier deux séries d'observations. D'abord, il faut envisager l'articulation de l'intérêt des actionnaires avec des enjeux plus fondamentaux (**A.**). Ensuite, il convient de se pencher sur l'articulation des intérêts des actionnaires avec la pérennité de l'entreprise (**B.**).

A. Articulation avec des enjeux fondamentaux

Sans toucher à la définition de l'article 1832 du Code civil, il a été ajouté un alinéa 2 à l'article 1833 du Code civil aux termes duquel : « La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». Le texte est d'ordre public, étant entendu que l'on a écarté tout risque de nullité en cas de violation des dispositions nouvelles¹¹.

Au fond, le plus problématique est de savoir quelle est la place de ces enjeux sociaux et environnementaux. Comment doit-on les positionner par rapport à l'intérêt social et, partant, à l'intérêt des actionnaires ? Ces enjeux sont-ils à côté de l'intérêt social, sont-ils au-dessus, en-dessous, au même niveau ? Sont-ils même une composante de l'intérêt social ? Et enfin, s'opposent-ils à l'intérêt des actionnaires ?

On le voit, les questions sont multiples. Pour autant, me semble-t-il, on peut proposer une grille de lecture. Quand on dit « prendre en considération ces enjeux » c'est, au sens littéral du terme, examiner leur impact, leur processus de décision, mais ce n'est pas subordonner les décisions à ces enjeux. En réalité, cette précision est – sans doute en tout cas pour les enjeux environnementaux – un peu superfétatoire car cette question, et cela a été dit notamment par le Professeur Schmidt, est le reflet de l'interprétation de la charte de l'environnement retenue par le Conseil constitutionnel le 8 avril 2011¹². Quand le Conseil constitutionnel nous dit que « chacun est tenu à une obligation de vigilance à l'égard des atteintes à l'environnement qui pourraient résulter de son activité »¹³, cela vaut bien entendu pour les sociétés. Cela étant, la portée normative de la formule utilisée par le nouveau dispositif mérite débat. Certains considèrent – et je dois dire que ce n'est pas du tout ma position – que ce texte pourrait fonder une possibilité pour les associés, voire peut-être pour des tiers, de déclencher des actions en responsabilité. Techniquement, il me semble que pour les tiers la question est exclue, car il faudrait faire état d'une faute séparable des fonctions. Mais en doctrine, certains sont d'avis que l'on pourrait prendre appui sur ce texte pour déclencher des actions en responsabilité ou, même *a minima*, justifier la révocation du dirigeant.

Au-delà même de ses potentialités d'application dans le domaine de la révocation et de la responsabilité du dirigeant, la prise en considération de ces enjeux externes est susceptible de bouleverser, ici ou là, l'équilibre des intérêts dans les contentieux sociétaires. Je tiens à préciser en outre que l'on parle des enjeux

11. C. civ., art. 1844-10 nouv. et L. 235-1, al. 2 nouv.

12. D. Schmidt, « La loi Pacte et l'intérêt social », D. 2019, p. 633.

13. Cons. Constit., 8 avr. 2011, QPC n° 2011-116, cons. 5.

environnementaux mais que le texte fait également état des « enjeux sociaux ». Dans ce contexte, il n'est pas exclu que d'aucuns mobilisent le dispositif à des fins politiques, afin de contraindre les entreprises à prendre position sur des problématiques sociétales, ce qui, à mon sens, n'entre pas fondamentalement dans leur rôle.

B. Articulation avec la pérennité de l'entreprise

Cette réflexion de l'intérêt des associés avec la pérennité de l'entreprise s'inscrit dans un débat qui porte notamment sur les méfaits du court-termisme qui résulterait de l'attachement exclusif des actionnaires à leur intérêt pécuniaire immédiat dans un monde excessivement financiarisé. Là encore, on peut se poser certaines questions, notamment dans les montages de *LBO* (1.), mais aussi s'agissant de l'octroi de garanties dans les groupes (2.).

1. Les montages de LBO

L'opposition entre l'intérêt des actionnaires et la pérennité des entreprises apparaît de façon particulièrement aigüe dans les sociétés faisant l'objet d'une opération à effet de levier, dans le cas où les obligations de remboursement des investisseurs risquent d'obérer la viabilité à long terme des entreprises.

On retrouve également cette opposition dans les prises de position attendues du conseil d'administration quand la société fait l'objet d'offres d'acquisition, et qu'il faut arbitrer entre le prix maximal pour l'intérêt des actionnaires et, là encore, la pérennité de l'entreprise. On sait de ce point de vue que la loi dite Florange¹⁴ a conduit à une évolution sensible du droit français en la matière.

Là encore, cette mesure inspirée par la méfiance à l'égard des prédateurs présumés socialement irresponsables, a engendré d'ardentes polémiques.

2. L'octroi de garanties dans les groupes

La nécessité d'une articulation entre l'intérêt des actionnaires et la pérennité de l'entreprise se traduit également dans l'octroi de garanties pour l'entreprise, et en particulier dans les groupes. Il existe un risque que les organes de direction ou les associés soient tentés de vampiriser le patrimoine social en faisant garantir leurs engagements personnels par la société. C'est la raison pour laquelle, dans les sociétés à risque limité, les dirigeants, et dans certains cas les associés, ont l'interdiction de faire cautionner ou avaliser leur propre engagement envers les tiers par la société.

Dans d'autres situations, l'octroi de garantie semble plus légitime. Ainsi, une société peut vouloir se porter caution d'une autre société appartenant au même groupe, ou d'une personne physique ou morale avec laquelle elle entretient des relations d'affaires. Pour autant, ce type d'engagement qui déplace le patrimoine social au service d'autrui, le plus souvent sans aucune contrepartie, est dangereux pour la société, ses associés et pour les créanciers. En cas de défaut de remboursement du débiteur, la pérennité de l'entreprise se trouve compromise. Il n'est pas étonnant à cet égard que le droit des sociétés – droit commun et dispositions

14. Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

propres à certains types sociétaires – encadre les pouvoirs dont doivent disposer les représentants sociaux pour engager la société à titre de caution.

Au titre du droit commun, la Cour de cassation assure la balance des intérêts en présence par une sorte de contrôle de proportionnalité prétorien, qui vise à s'assurer que la mise en œuvre d'une garantie octroyée sans contrepartie même indirecte n'engloutisse pas l'intégralité du patrimoine social. Ce n'est qu'à cette condition que la garantie sera jugée conforme à l'intérêt sociale.

Mais il existe aussi un droit spécial applicable en la matière. Dans les sociétés anonymes, il y a l'article L. 225-35 alinéa 4 du Code de commerce aux termes duquel les effets donnés en garantie de la dette d'autrui doivent faire l'objet d'une autorisation préalable du conseil, donc d'un contrôle assez strict. Ces actes, réputés dangereux, ne peuvent donc être passés ni par le président seul ni par le directeur général. Ces sujets de droit subissent ainsi une limitation importante à son pouvoir légal d'engager la société, y compris dans les groupes de sociétés. À ce propos, le régime de la lettre d'intention a connu des évolutions. Aujourd'hui ce n'est plus la densité de l'obligation renfermé dans la lettre qui déclenche l'application ou non de l'article L. 225-35, alinéa 4. Désormais, le Code civil qualifie expressément de sûreté personnelle la lettre d'intention (art. 2287-1) et cette dernière est définie comme « *l'engagement de faire ou de ne pas faire ayant pour objet le soutien apporté à un débiteur dans l'exécution de son obligation envers son créancier* » (art. 2322). Il s'ensuit que toute lettre d'intention, dès lors qu'elle renferme un engagement ayant valeur juridique, mais sans que cet engagement soit celui de payer la dette du débiteur ou de se substituer à lui, qui vaudrait cautionnement, constitue désormais une garantie au sens de l'article L. 225-35.



Bien entendu, il y aurait d'autres éléments à évoquer s'agissant de la notion d'intérêt des actionnaires, mais l'on sent bien que son caractère variable, au grès des structures sociales et des situations, n'est guère une mauvaise chose.

À l'instar de l'intérêt social, il n'existe pas, dans la réalité, *un* intérêt qui soit le même pour toutes les collectivités d'actionnaires, qui perdure en tout temps et en toutes circonstances.

Une seule certitude émerge : des dispositifs récents tendent à renforcer les prérogatives des actionnaires, du moins en tant que collectivité, ce qui révèle que le droit français est attentif à leurs intérêts.

L'ACTIONNAIRE MINORITAIRE DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES

Caroline Ruellan

Fondatrice et Présidente de SONJ Conseil

Il m'a été confiée la question, difficile je dois dire, de l'actionnaire minoritaire – angle non pas mort mais très vivant de l'entreprise, et je dirais même mieux, de plus en plus vivant, mais aussi d'une extrême complexité. On se concentrera ici sur l'actionnaire minoritaire dans la société cotée.

Puisque la société anonyme demeure depuis cinquante ans ce merveilleux « instrument du capitalisme moderne », le corollaire est de devoir s'adapter aux différentes contraintes économiques en perpétuelle évolution. C'est peu dire que de constater que l'environnement a été profondément modifié : qu'il s'agisse d'un environnement économique et industriel ; qu'il s'agisse de son financement, marqué par un mouvement puissant de financiarisation du financement de l'entreprise en vertu d'une attraction de la logique des marchés financiers ; qu'il s'agisse des exigences environnementales et sociétales qui ont pénétré puissamment la sphère de l'entreprise, générant ainsi de nouvelles attentes et donc de nouvelles responsabilités.

Le droit des sociétés est ainsi marqué par une création continue, une agitation permanente. Or, le sort et le traitement de l'actionnaire – et notamment de l'actionnaire minoritaire – constituent un vecteur majeur de ces bouleversements. S'agissant du rôle et de place de l'actionnaire minoritaire, on observe ainsi un mouvement subtil de flux et reflux, de vents souvent contraires.

I. LE DÉSÉQUILIBRE DES POUVOIRS DES ACTIONNAIRES AU PROFIT DES DIRIGEANTS

Le premier mouvement concerne la contradiction profonde qui existe entre d'une part un arsenal de droits qui globalement n'a eu de cesse d'augmenter pour protéger l'actionnaire minoritaire (**A.**), et d'autre part l'usage effectif qu'il en est fait (**B.**).

A. L'élaboration d'un droit protecteur de l'actionnaire minoritaire

Tout observateur de la vie économique a ainsi pu constater un lent dépouillement des actionnaires – et notamment de l'actionnaire minoritaire –, au bénéfice des dirigeants dont les pouvoirs n'ont cessé, en contrepartie, d'augmenter. Ce dépouillement n'est pourtant pas la conséquence d'une évolution législative et réglementaire qui serait défavorable à l'actionnaire minoritaire.

Tout au contraire, depuis 1966, la loi, la réglementation administrative et notamment le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), ont veillé à renforcer les prérogatives des actionnaires notamment minoritaires devenus objets de protection comme l'a fait remarquer Monsieur le Président Gérard Rameix. De façon significative, le narratif a changé : on passe de l'actionnaire à l'épargnant pour insister sur sa nécessaire protection. On a tous à l'esprit de très nombreux dispositifs, qu'il s'agisse de l'inflation continue du droit à l'information, de la transparence et du contrôle des rémunérations des dirigeants initiés par la loi NRE¹, de la prévention des conflits d'intérêts avec le dispositif de contrôle des conventions réglementées encore récemment renforcé, des dispositifs de gestion, ou encore de dispositifs purement procéduraux qui peuvent se révéler extrêmement efficaces, tel que l'article 145 du nouveau Code de procédure civile.

Pourtant ce tableau serait inexact car, là encore, en matière d'édiction de normes contraignantes, des vents contraires sont constatés. L'un des exemples récents les plus évidents concerne la disposition énoncée par la loi Pacte² autorisant la mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique dès lors que les actionnaires minoritaires ne détiennent pas plus de 10 % du capital social ou des droits de vote, contre 5 % autrefois. C'est bien parce que cette disposition, destinée à permettre des sorties de cote plus aisées, facilite l'expropriation de l'actionnaire minoritaire, que l'AMF s'est immédiatement emparée de la question de l'expertise indépendante comprise comme un mécanisme de protection de l'actionnaire minoritaire exclu. Cet exemple rappelle donc la ligne de crête souvent étroite qui dessine le sort de l'actionnaire minoritaire entre d'une part la volonté, la nécessité de préserver ses droits – ce qui contribue à l'attractivité de la place de Paris –, et d'autre part la défense de l'émetteur.

Il n'en reste pas moins, et malgré ces vents contraires, que le dépouillement du pouvoir des actionnaires n'est pas la conséquence pernicieuse d'un droit qui serait insuffisant ou inadapté mais plutôt de sa non-utilisation par l'actionnaire.

B. L'abdication par l'actionnaire de ses droits protecteurs

Les actionnaires s'en remettent au dirigeant sans chercher à utiliser des droits qui leur seraient reconnus et qui leur permettraient de contrôler la gestion. En retour, de façon naturelle, on a vu se dessiner une obligation de loyauté à la charge des dirigeants, à l'encontre de leurs associés et donc des actionnaires.

Cette abdication de l'actionnaire minoritaire prend ses origines dans de nombreuses causes, qui ont été largement évoquées. Tout d'abord, et c'est essentiel, peut être cité le jeu du principe majoritaire qui fonctionne à plein et qui dissuade le plus souvent l'actionnaire minoritaire, par ailleurs confronté à la difficile question de la fédération pour atteindre certains seuils. D'autre part, citera-t-on la financiarisation continue de l'économie, passant notamment par la création de valeurs mobilières de plus en plus complexes amenant à son tour la financiarisation des entreprises, mais également le développement de la gestion indicielle, le

1. Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.

2. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

développement de la gestion collective dont le métier n'est pas d'être actionnaire. Autres phénomènes moins fréquemment évoqués mais de nature à dissuader l'actionnaire minoritaire : la question de la fiabilité et de la transparence des votes en assemblée générale. Les erreurs décelées dans certaines assemblées générales, comme ce fût le cas à l'assemblée générale de Vinci en 2018, rappellent que ces rencontres qui posent en principe les fondations de l'exercice du pouvoir pourraient bien être des colosses aux pieds d'argile. Le manque de fiabilité jette en effet un énorme doute sur la réalité de la démocratie actionnariale dont on rappelle qu'elle constitue le socle de l'assise du pouvoir dans l'entreprise : tout associé a le droit de participer aux décisions collectives énonce l'article 1844 du Code civil.

Consciente de l'importance de ce sujet, la commission consultative Épargnants de l'AMF a remis un rapport en mars 2017 sur ce sujet³. Et peut-être serait-il temps au bénéfice de la pandémie que l'on traverse, qui a pu voir les moyens digitaux se développer, de s'emparer une fois pour toutes de ce sujet et de renoncer à un système existant totalement archaïque et source de suspicion pour l'actionnaire minoritaire. D'autant que cette abdication de son pouvoir par l'actionnaire peut aller jusqu'au détournement pur et simple de la bourse. Ainsi, un rapport de l'INSEE d'octobre 2016 énonçait que les ménages détenaient en direct à la fin des années 80 le tiers de la capitalisation boursière des sociétés françaises, contre 6,2 % en 2016. Si la courbe semble s'être infléchie, ce chiffre est de 7,5 % fin 2018. L'actionnariat individuel français continue de poser une défiance profonde aux marchés financiers et ce, pour plusieurs raisons : d'une part, une récurrence de plus en plus élevée des crises financières – ou de toute nature d'ailleurs ; le développement de l'intermédiation au dépend du développement direct contribuant à rompre le lien direct entre l'actionnaire individuel et l'entreprise d'autre part ; la complexification croissante de la vie économique et du fonctionnement des marchés financiers enfin. Et pourtant, la question de l'attraction de l'actionnariat individuel est un enjeu public. Comme l'a énoncé le Professeur Ansault, l'État, l'AMF, le Mouvement des entreprises de France (« MEDEF »), les émetteurs, s'accordent tous sur l'urgence d'orienter l'épargne vers l'entreprise. L'économie a besoin des actionnaires individuels : c'est un actionnariat stable, de long terme, un facteur de cohésion sociale et un élément de stabilité pour la gouvernance.

On a donc un actionnariat minoritaire qui exerce peu ses droits, ou qui se détourne purement et simplement des entreprises cotées. Or si l'actionnaire minoritaire n'exerce que rarement ses droits, il faut constater que le juge peut parfois se montrer hostile. L'un des exemples les plus évidents est la quasi-impossibilité de reconnaître à l'actionnaire minoritaire de mettre en cause la responsabilité civile des dirigeants et des administrateurs. Là en l'espèce, les textes existent mais se révèlent extrêmement inefficaces. Certains remparts jurisprudentiels ont pu certes céder avec une série de décisions inaugurée avec la jurisprudence *Cydèle* en 2008⁴,

3. Rapport du groupe de travail de la Commission consultative Épargnants, « Pour un vote transparent et effectif en assemblée générale à l'ère du numérique », mars 2017.

4. Com., 26 févr. 2008, n° 05-18.569.

suivie par les décisions *Gaudriot*⁵, *Crédit Martiniquais*⁶ et *Labati*⁷. Ces décisions sont essentielles en ce qu'elles reconnaissent à l'actionnaire l'existence d'un préjudice direct et personnel l'autorisant à obtenir réparation. Pour autant, il reste encore difficile aujourd'hui de mettre en cause la responsabilité d'un dirigeant ou d'un administrateur, confortant l'idée que le conseil d'administration serait un organe enclavé.

II. LE RÉÉQUILIBRAGE DES POUVOIRS DANS L'ENTREPRISE

A. L'essor des normes de *Corporate Governance*

À côté de cette prolifération de normes contraignantes ou peu utilisées, un autre dispositif porte une attention particulière aux actionnaires minoritaires : il s'agit des recommandations en matière de *Corporate Governance*.

En cherchant en effet, à garantir un exercice plus équilibré du pouvoir dans l'entreprise, à assurer l'efficacité des contre-pouvoirs, la maîtrise des conflits d'intérêts, ces recommandations cherchent à rétablir l'actionnaire dans son rôle de contre-pouvoir. La voie empruntée cette fois est celle de la *soft law* conçue le plus souvent pour préempter les normes contraignantes. Ainsi, lorsque le dispositif incitatif n'atteint pas les résultats escomptés, le législateur s'empare du sujet pour inscrire ces normes dans un cadre impératif.

Un certain nombre de pratiques initialement contenues dans les codes de gouvernement d'entreprise ont de la sorte été consacrées par la loi. Un des exemples les plus évidents est le dispositif du *say on pay* : initialement incitatif, on sait très bien que la loi Sapin 2 du 9 décembre 2016⁸ l'a rendu impératif notamment dans le prolongement de l'assemblée générale de Renault, instaurant ainsi le vote contraignant des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants. Il en résulte qu'aujourd'hui, le dispositif comportant un vote *ex ante* et un vote *ex post* est l'un des plus exigeants en Europe. La *soft law* fait alors office de laboratoire expérimental de la norme impérative instaurant un dialogue subtil, mais non moins discret et efficace, entre l'autorégulation et la norme contraignante.

La dernière étape de cette évolution complexe est la montée en puissance des actionnaires activistes constatée en Europe depuis quelques années.

B. La montée en puissance de l'activisme actionnarial

J'aimerais faire une remarque préalable à ce stade, car il est essentiel d'avoir une vision panoramique. Pour comprendre le phénomène activiste, parmi les nombreuses écritures à ce sujet, il faut avoir à l'esprit une évolution majeure qui intéresse toutes les sphères du pouvoir, tant publiques que privées : il s'agit d'une remise en cause de l'autorité purement verticale. C'est dans ce contexte qu'il faut

5. Com., 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793.

6. Com., 30 mars 2010, n° 08-17.841.

7. Com., 31 mai 2011, n° 09-13.975, 09-14.026, 09-16.522 et 09-67.661.

8. Loi n° 2016-1691 du 9 déc. 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

comprendre et appréhender le phénomène activiste actionnarial. L'actionnaire minoritaire, fût-il individuel, n'accepte plus un traitement purement capitalistique de sa participation. Or, tout le droit des sociétés, et notamment des sociétés cotées, profondément marqué par le principe majoritaire considère l'actionnaire en fonction de sa participation dans le capital social – qu'il s'agisse du dispositif de déclaration des franchissements de seuil, de celui des seuils requis pour poser des questions écrites, pour déposer des résolutions etc.

Ce que nous enseigne l'activisme actionnarial, c'est qu'un actionnaire, fût-il individuel, peut désormais exercer valablement une influence sur l'émetteur. Cette évolution est majeure et renvoie à une question préalable et fondamentale, dont découle la manière d'appréhender l'activisme actionnarial : faut-il considérer que l'actionnaire activiste est un actionnaire minoritaire comme les autres, et s'en remettre en conséquence au seul droit commun applicable à tout actionnaire pour apprécier, juger et éventuellement sanctionner ces comportements déviants ? Ou, l'actionnaire activiste serait-il un actionnaire minoritaire particulier, en vertu d'une exception activiste qui commanderait, en conséquence, de lui appliquer un traitement différentiel ce qui suppose au préalable – et la tâche est difficile – de définir l'actionnaire activiste ?

Il n'y a pas, selon moi, d'« exception activiste » : nous sommes précisément au cœur de notre sujet. L'actionnaire activiste est un actionnaire minoritaire qui décide d'exercer une influence sur l'émetteur en décidant précisément d'utiliser les droits que la loi lui reconnaît en contrepartie du risque social qu'il a accepté de courir sans volonté de devenir majoritaire, ni de prendre le contrôle de l'entreprise. Or, parmi les droits essentiels reconnus aux actionnaires par la loi, figure au premier chef celui de faire valoir son point de vue, fût-il critique, et, *in fine*, de voter contre les décisions majoritaires. Nous voilà donc au cœur de ce que devrait être le bon fonctionnement majoritaire.

Le sort et l'influence exercés par l'actionnaire minoritaire en sont donc profondément bouleversés, prenant appui sur deux principes devenus majeurs : d'une part un principe de redevabilité de l'actionnaire majoritaire et des dirigeants vis-à-vis de l'actionnaire minoritaire, d'autre part, un principe de transparence renforcé et depuis longtemps initié. Or, si l'activisme a porté essentiellement jusque-là sur le partage de la valeur et sur des questions de gouvernance, les attentes en matière environnementale et sociale vont sans aucun doute se développer et être de plus en plus saisies par les actionnaires activistes. Les exemples sont nombreux : récemment, on a pu voir *Amnesty International* qui a pu saisir en décembre dernier, le procureur de la Cour Pénale Internationale afin d'enquêter sur le rôle qu'ont pu jouer des dirigeants des entreprises européennes de l'industrie de l'armement et des autorités en charge de délivrer les autorisations, dans les violations du droit international humanitaire commises au Yémen. Il faut bien prendre la mesure d'une évolution majeure : face à une faillite de plus en plus d'États dans de nombreuses fonctions autrefois régaliennes, l'entreprise, et notamment l'entreprise cotée, constitue désormais un véritable corps intermédiaire. À ce titre, on attend d'elle qu'elle se saisisse de sujets jusque-là réservés à la sphère publique.

C'est à la lumière de cette évolution qu'il faut lire les changements instillés par la loi Pacte avec, notamment, la notion de raison d'être et la modification de l'intérêt social invitant les entreprises à prendre en compte les enjeux sociaux et environnementaux et toutes les parties prenantes. On constate insidieusement un glissement, qui est bien plus que sémantique, de l'intérêt de l'actionnaire, qui passe d'un intérêt social vers un intérêt général.



En conclusion, ce rapide exposé laisse à penser que nous vivons un changement majeur de paradigme : l'émergence de l'outil digital, l'apparition d'actionnaires minoritaires compétents, aux moyens humain, financier, juridique et de communication importants, rendent la contestation minoritaire plus aisée, plus fréquente. Il est fort probable que cette évolution soit irréversible.

Mais il s'agit là sans aucun doute d'un choc profond pour les émetteurs qui avaient pris – il faut bien l'admettre – l'habitude d'être rarement entravés par une contestation minoritaire efficace. Ce changement majeur du comportement actionnarial, notamment minoritaire, affecte en profondeur l'équilibre des rapports entre actionnaire et exécutif. Pourtant, là encore, on observe des vents contraires.

Alors que les entreprises ainsi que les actionnaires appellent de leurs vœux la construction d'un dialogue actionnarial largement invoqué dans la loi Pacte, dans le même temps, sur 120 émetteurs du SBF 120, 104 ont opté pour le huit clos en utilisant la faculté que l'ordonnance du 25 mars 2020 leur accordait à titre exceptionnel⁹. Pourtant, il était possible de reporter les assemblées générales. Il faut bien avoir à l'esprit que cette forme d'assemblée générale à huit clos ne devrait en aucune manière préfigurer de ce que devrait être les assemblées générales de demain. La réunion collective permet le débat collectif. On ne peut d'un côté exiger le dialogue actionnarial et de l'autre supprimer le moment fort de ce dialogue.

Or aucune organisation, qu'elle soit publique ou privée, ne va échapper à sa gestion de la pandémie. Il est donc fort à parier que les actionnaires vont examiner de près la gouvernance, devenue l'angle privilégié de la contestation. Car la qualité d'une gouvernance s'apprécie au premier chef au regard du traitement de l'actionnaire minoritaire. Le moment est venu pour les émetteurs de considérer que leurs actionnaires constituent un véritable actif, et non une contrainte, et donc un véritable avantage de concurrence.

9. Ordonnance n° 2020-303 du 25 mars 2020 portant adaptation de règles de procédure pénale sur le fondement de la loi n° 2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19.

LA POSITION DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS SUR L'ACTIVISME ACTIONNNARIAL

Anne Maréchal

Directrice des affaires juridiques de l'Autorité des marchés financiers

L'Autorité des marchés financiers (« AMF ») a participé aux travaux de place sur l'activisme actionnnarial, qui ont été très riches en 2019 puisqu'il y a eu pas moins de quatre rapports importants publiés sur le sujet : le rapport Woerth de la Commission des finances de l'Assemblée nationale¹ ; celui du Club des Juristes² ; celui de l'Association française des entreprises privées (« AFEP »)³ ; et les travaux d'Eurolplace⁴.

L'AMF a souhaité être associée à ces travaux, et nous avons aussi mené une réflexion de notre côté, en prenant en compte ces rapports, puis formalisé des propositions qui ont été validées par le Collège de l'AMF. Une communication de l'AMF a été faite sur l'activisme actionnnarial en avril 2020 pour présenter cette réflexion : c'est donc un sujet d'actualité pour nous.

En effet, ce sujet a un lien direct avec les missions du régulateur tant en termes de régulation, qu'en suivi des marchés puisque sont en jeu la qualité de l'information financière, notamment en matière de franchissement de seuil dans le capital des sociétés cotées, voire la répression des manquements et des abus de marché – on pense à la manipulation de cours, à la transmission d'informations financières fausses ou trompeuses, ou au respect de la réglementation en matière de recommandations d'investissement notamment. De façon plus générale, l'AMF est très attentive à la qualité du dialogue actionnnarial au sein des sociétés cotées, principe qui lui paraît très important.

L'AMF a souhaité apporter une contribution à un débat qui, je dois dire, a été très souvent passionné. On a vraiment, sur la place, des positions très fortes des uns et des autres. Certains pensent que les actionnaires activistes portent atteinte au bon fonctionnement des marchés de façon générale, qu'ils commettent des manquements, manipulent les cours, diffusent des informations trompeuses, ou déstabilisent les entreprises. Tandis que d'autres sont au contraire de l'avis que ces actionnaires sont des actionnaires actifs, qui apportent beaucoup à l'entreprise en

1. Rapport d'information enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 2 octobre 2019 et élaboré par la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnnarial, avec pour co-rapporteurs MM. Éric Woerth et Benjamin Dirx.

2. Rapport « Activisme actionnnarial », nov. 2019, groupe présidé par M. Michel Prada, avec pour rapporteur Me. Benjamin Kanovitch.

3. Position « Activisme actionnnarial », déc. 2019, Association française des entreprises privées.

4. Groupe de travail « Gouvernance actionnnariale et pratique de marché », 6 janv. 2020, Paris Eurolplace.

challengeant les émetteurs, permettent un dialogue actionnarial, incitent à améliorer la gouvernance, la stratégie et, au fond, contribuent à une meilleure formation des prix sur les marchés. Il y a donc vraiment des positions assez extrêmes et le régulateur considère qu'il faut au contraire avoir sur cette question une approche équilibrée et pragmatique.

C'est donc cette approche que l'AMF entend adopter, notamment parce qu'il faut considérer que l'activisme est un phénomène protéiforme. On a un activisme long et un activisme court. On a des campagnes d'activisme variées : par exemple, on recherche ou pas le soutien d'autres actionnaires ; on dialogue de façon privée ou publique avec les dirigeants ; parfois on s'appuie sur une action judiciaire, parfois pas. Et enfin, la finalité même de ces campagnes peut varier : on a des campagnes dirigées sur la modification de la stratégie de l'entreprise ou de sa gouvernance et parfois, elle est spécifiquement orientée vers les questions d'environnement. Parfois même, les campagnes tentent d'infléchir les décisions de la société sur les opérations financières. C'est donc un phénomène varié et ambivalent en termes d'effets : parfois très positifs, parfois très négatifs quand il y a des excès. Certaines études montrent que les effets positifs des comportements activistes aux États Unis et en Europe émanent généralement de l'activisme long. Tout cela doit être pris en considération et il faut se garder de trop de manichéisme.

Comme le disait Madame Ruellan, les actions des activistes sont souvent la simple expression de prérogatives légales dévolues aux actionnaires : ils posent des questions écrites au conseil d'administration, au Président du directoire ; ils sollicitent de façon active des mandats ; ils demandent l'inscription de points à l'ordre du jour ou déposent des projets de résolution pour les assemblées générales. Ce sont là l'exercice de prérogatives légales. Pour le régulateur, l'enjeu n'est donc pas d'empêcher l'activisme mais d'en maîtriser les excès. C'est ainsi que l'AMF a formulé des propositions pour améliorer le cadre juridique de ce phénomène, même si on n'est pas dénué de moyens aujourd'hui.

Sur ce point, le premier constat que l'on fait, c'est qu'il ne semble pas nécessaire de présenter une évolution majeure de la réglementation en vigueur sur cette question, laquelle dépend d'ailleurs largement du cadre européen. La marge de manœuvre nationale est donc, de toute façon, limitée. En tout état de cause, il faut se garder de se précipiter pour changer les règles lorsqu'on voit des phénomènes ponctuels se développer. Il faut appliquer les règles existantes. Il ne faut pas non plus singulariser excessivement la place financière de Paris par une réglementation nationale supplémentaire qui pourrait nuire à son attractivité. Tout cela doit être pris en compte, de notre point de vue. C'est la raison pour laquelle, l'AMF a considéré que le cadre existant était déjà étoffé et qu'il nécessitait seulement des aménagements à la marge.

Les propositions se trouvent dans la Communication : je dirais un mot sur les plus importantes.

I. LA TRANSPARENCE, LA MONTÉE AU CAPITAL ET LA CONNAISSANCE DE L'ACTIONNARIAT

Sur ce premier thème, s'est posée la question – dans tous les groupes de travail d'ailleurs – du seuil légal et du pourcentage de 5 % pour la déclaration de franchissement de seuils. L'AMF propose que ce seuil soit abaissé à 3 %. On a fait le constat que la France était le seul grand pays en Europe qui avait maintenu un seuil à 5 %, les autres étant plutôt à 3 %. Bien sûr, l'abaissement de ce seuil n'est pas toujours fondamental dans le cadre de l'activisme car les activistes ne se cachent pas forcément lorsqu'ils montent au capital social d'une société. Mais de façon plus général, l'abaissement de ce seuil peut participer à une meilleure connaissance de l'actionnariat et à une meilleure transparence des marchés. Une réflexion est menée sur ce terrain : la configuration de cette réforme, qui serait de nature législative, est à discuter. On pourrait, si on considère que les obligations qui résulteraient de cet abaissement du seuil deviennent trop lourdes, exempter par exemple certaines valeurs comme celles inscrites sur le marché de croissance des petites et moyennes entreprises. On pourrait aussi – c'est une de nos propositions – demander l'enrichissement du contenu des déclarations de franchissement de seuil avec une information sur la détention des instruments financiers à composante optionnelle qui sont mis en place à des fins de couverture, comme les *put* et les *calls*.

Il y a également des propositions qui sont faites s'agissant des franchissements de seuils statutaires. Sur cette question, l'AMF considère qu'il faut laisser la liberté contractuelle s'exprimer dans les statuts. Mais on pourrait améliorer les choses à deux égards. D'abord, on pourrait prévoir un mode de calcul uniforme en prenant en compte les cas d'assimilation de l'article L. 233-9 du Code de commerce, pour rationaliser et uniformiser ces calculs. Par ailleurs, on pourrait clarifier la question des sanctions civiles qui font l'objet de débats doctrinaux compliqués, et il serait sain qu'il y ait des clarifications là-dessus.

Enfin, nous proposons que les émetteurs cotés rendent publics sur leur site internet les déclarations qui sont faites par les actionnaires, afin qu'elles soient connues. Ce serait une obligation légale avec peut-être une sanction administrative lorsque cette obligation ne serait pas respectée.

Par ailleurs, l'AMF a travaillé sur la procédure de titres aux porteurs identifiés (« TPI ») qui permet aux émetteurs de connaître leur actionnariat, qui est jugée lourde et coûteuse. L'AMF serait favorable à ce que des initiatives de place soient prises sur ce sujet pour trouver des solutions notamment technologiques afin d'améliorer cette procédure.

II. L'ÉGALITÉ DES ARMES ET LE DIALOGUE ACTIONNARIAL

Il s'agit d'un deuxième thème de réflexion qui a fait l'objet d'une position du régulateur. Au-delà de la transparence, le dialogue actionnarial est un moyen de prévention évident des excès des campagnes activistes. L'AMF propose plusieurs choses à cet égard.

Tout d'abord, on pourrait compléter le guide de l'information permanente par des recommandations sur le dialogue actionnarial : plusieurs idées peuvent être émises à cet égard. L'AMF est favorable au développement de plateformes de dialogue actionnarial par les émetteurs eux-mêmes. L'AMF se propose aussi de clarifier dans sa doctrine le fait que les émetteurs qui sont visés par des campagnes publiques d'activistes peuvent répondre et apporter des informations au marché même en *quiet period*, pour répondre à des déclarations publiques faites par les activistes les concernant. Sur le plan de la doctrine encore, l'AMF se propose de recommander à tout actionnaire qui initie une campagne publique, de communiquer sans délai aux émetteurs concernés les informations substantielles qu'ils ont, de type *white papers* : cela paraît de nature à éclairer le débat.

Puis enfin en matière de recommandations d'investissement, le règlement délégué n° 2016/958⁵ crée un régime européen susceptible d'être applicable aux déclarations publiques activistes, la définition de la recommandation d'investissement étant très large. L'AMF propose d'engager une démarche auprès de l'ESMA et de la Commission européenne pour que soient apportées des précisions interprétatives sur l'application de ce texte qui se révèle en pratique difficile à appliquer, notamment parce que son champ est sans doute trop largement défini.

III. LES VENTES À DÉCOUVERT ET L'ENCADREMENT DES PRÊTS DE TITRES

On en arrive à un point spécifique qui a fait l'objet de beaucoup de discussions. Sur ces deux questions, on a un règlement européen récent : le règlement n° 236/2012⁶ qui a uniformisé le régime des ventes à découvert en Europe. On considère que les campagnes activistes sont rarement fondées sur les ventes à découvert et que le cadre existant permet au régulateur de réagir dans des cas exceptionnels. En effet, l'AMF peut intervenir en cas de circonstances exceptionnelles et de fonctionnement anormal du marché. C'est pourquoi l'AMF ne préconise pas de réformes importantes de ce règlement.

Mais il semble que cette réglementation pourrait néanmoins être améliorée, notamment par le complément des déclarations des positions courtes nettes sur actions lorsque cette information est exigée. Cette information serait complétée par une information sur les instruments de dettes ce qui est, au sens de l'AMF, une lacune aujourd'hui. On préconiserait également que soit données des informations sur le fameux « LEI », l'identifiant des intervenants, pour avoir davantage d'informations sur les intervenants qui agissent sur les marchés. Cette proposition-là serait soutenue par l'AMF au niveau européen pour améliorer le règlement.

5. Règlement délégué (UE) n° 2016/958 du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 par des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts.

6. Règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

IV. LES PROCÉDURES ET MOYENS DES RÉGULATEURS

Il s'agit du dernier volet des propositions de l'AMF : c'est la question des moyens du régulateur, de l'AMF et de l'ESMA en l'occurrence. L'AMF a environ cinquante enquêtes et cinquante contrôles en cours en permanence. On lui a reproché de prendre trop de temps pour finaliser ses enquêtes. Il y a donc eu un engagement formel de sa part de réduire ces délais d'enquête et de contrôle, en tout cas pour la partie des délais qu'elle maîtrise.

Par ailleurs, l'AMF a développé la composition administrative ou transaction, qui est une procédure que je trouve personnellement très efficace et intéressante, et qui est au niveau des délais particulièrement utile car le législateur a enfermé cette procédure dans un délai très court de 4 mois de négociation. Le recours à cette procédure peut permettre d'accélérer les choses, ce que l'AMF fait et d'obtenir des remises en conformité très rapides.

Plusieurs groupes de travail avaient préconisé de mettre en place une procédure de « référé » au sein de l'AMF. Cette procédure paraissait difficile à mettre en place, car peu adaptée à l'activisme. En effet, il n'y a souvent rien d'évident qui permet de prendre des décisions de référé en urgence dans ces campagnes, c'est souvent assez subtil. On propose donc différentes choses. La première idée est de permettre à toute personne qui aurait un intérêt légitime de saisir l'AMF pour obtenir un avis en urgence sur l'applicabilité du règlement sur les recommandations d'investissements dont on disait que l'application était délicate. L'AMF se propose d'enjoindre le cas échéant à l'investisseur de respecter cette réglementation dans les cas où il paraît flagrant qu'il ne la respecte pas. L'AMF a prévu de proposer une réforme législative pour donner à l'AMF un pouvoir d'injonction administrative assortie d'une astreinte, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui car l'AMF ne peut imposer une astreinte que si elle recourt à l'injonction judiciaire. Une autre réforme législative proposée dans ce domaine est de permettre à l'AMF d'ordonner à tout investisseur qui a une exposition économique sur les titres d'un émetteur coté de procéder à des publications rectificatives ou réglementaires, alors que ce texte aujourd'hui ne vise que les émetteurs – il ne vise pas tous les actionnaires et les investisseurs. On élargirait donc l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier pour prévoir que cette obligation vise *toute personne*, et l'AMF pourrait, à défaut, publier elle-même ces informations si elle observait, de façon flagrante, que des informations fausses ou trompeuses étaient diffusées.

En outre, l'AMF envisage de modifier l'article 231-36 de son règlement général pour étendre aux actionnaires, là aussi, l'obligation de vigilance particulière dans les déclarations. Il s'agirait de soumettre la communication des activistes en période d'offre publique à une même obligation de vigilance que celle imposée aujourd'hui aux personnes concernées par l'offre, c'est-à-dire pour l'essentiel l'émetteur, la cible et l'initiateur.

Enfin, l'AMF a aussi constaté que l'action de concert dans le contexte de l'activisme n'était pas une notion extrêmement claire. L'AMF se propose de faire une démarche auprès de l'ESMA pour que cette dernière définisse les comportements susceptibles d'être présumés comme caractérisant une telle action de concert dans ce cadre. Il s'agirait d'une clarification faite par l'ESMA sur cette question délicate.



Voici les orientations que l'AMF souhaite prendre ou proposer au législateur pour améliorer le cadre juridique de l'activisme actionnarial.

CONCLUSIONS DE LA PREMIÈRE TABLE RONDE & QUESTIONS AUX INTERVENANTS

Stéphane Torck

Professeur agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

Directeur du Master 2 Droit des affaires et fiscalité

Directeur de l'Institut de Droit des Affaires

Au regard de ces exposés extrêmement clairs, et très instructifs, il y aurait eu probablement beaucoup de questions au détour de cette table ronde. Je voudrais simplement faire une observation (**I.**), et ensuite poser une seule question aux intervenants (**II.**).

I. OBSERVATIONS CONCLUSIVES

J'identifie – et cela a été dit très clairement par les trois intervenants et par le Président Rameix – deux étapes.

Une première étape concerne le droit des actionnaires, qui s'initie avec la loi NRE de 2001¹, et qui applique en droit français les principes du gouvernement d'entreprise. C'est un processus qui a débuté en 2001 mais qui perdure aujourd'hui. Il y a, cela a été dit, la procédure du *say on pay* qui, aujourd'hui est européenne même si le droit français va plus loin. Mais on pense aussi à la position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») sur les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs². On peut encore citer, plus près de nous encore, la réforme de l'expertise indépendante, qu'a voulue l'AMF³, et qui tend à mieux prendre en compte aujourd'hui l'avis des actionnaires minoritaires. Autrement dit, c'est un processus qui n'est pas encore achevé.

Une seconde étape – sur laquelle Madame Ruellan a beaucoup insisté – consiste à passer de l'ordre interne à l'entreprise, vers l'ordre externe, qui est finalement la gouvernance responsable. Ce n'est pas du tout le même type de gouvernance, et on a affaire à un jeu d'équilibre un peu particulier – peut-être dangereux d'ailleurs – où, dans une première étape, on rééquilibre les pouvoirs des actionnaires et, dans une seconde étape, on tente de chercher un nouvel équilibre entre les intérêts des entités privées – comme je l'évoquais tout à l'heure – et l'intérêt

1. Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.

2. Position-recommandation AMF, « Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs », DOC n° 2015-05, 15 juin 2015.

3. Rapport du groupe de travail de l'AMF, « Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques », sept. 2019, et plus récemment, V. la position-recommandation AMF, « Expertise dans le cadre d'opérations financières », DOC n° 2006-15, modifiée le 10 févr. 2020.

général. En d'autres termes et plus largement, on peut se demander s'il ne s'agit pas de la mort de l'actionnaire minoritaire classique, et si l'on ne va pas ouvrir le champ à ceux qui crient le plus fort. Ce ne seront pas nécessairement les investisseurs long terme qui le feront : c'est là peut-être où est le risque de déstabilisation.

II. QUESTION AUX INTERVENANTS

J'ai donc une crainte à titre personnel : Madame Ruellan disait effectivement que les sociétés cotées étaient appelées à devenir des « corps intermédiaires ». J'allais moi de mon côté dire que, sauf à constater l'échec de l'État et à devoir, ce faisant, reconsidérer le rôle des États dans les pays industrialisés, je crains que les sociétés cotées soient appelées à devenir des corps intermédiaires.

La question que j'allais donc poser aux trois intervenants de cette table ronde, avec peut-être une sous-question à Madame Anne Maréchal, est la suivante.

La redéfinition – peut-être pas prescriptive – de l'intérêt social par la loi Pacte⁴ qui ajoute un alinéa 2 à l'article 1833 du Code civil⁵ n'ouvre-t-elle pas de terribles fenêtres d'opportunité, non plus à des actionnaires mais à des *réactionnaires*, non plus à des actionnaires activistes mais à des activistes « idéologues », qui joueraient le rôle de ministères publics ?

Quels sont les risques de dérapages potentiels d'une application prétorienne de l'article 1833 du Code civil, qui deviendrait non-contrôlée ? Est-ce une perspective que l'AMF prend en compte, et est-ce un sujet d'inquiétude d'imaginer que, demain, un certain nombre d'activistes idéologues puissent venir déstabiliser certaines sociétés cotées et les marchés de manière plus générale ?

Réponse de Madame Maréchal :

L'AMF a engagé une réflexion au sein du Haut Comité Juridique de Place sur cette modification législative qui a fait beaucoup parler d'elle, puisqu'il y a un changement important dans la définition de l'intérêt social.

J'ai le sentiment – sans qu'il y ait eu de débat officiel au sein de l'AMF là-dessus – que le régulateur n'est pas trop inquiet sur cette question. Les choses évoluent plutôt en douceur, et aujourd'hui, il faut faire confiance à la justice. Il y aura sans doute des actions excessives menées, des personnes essaieront d'obtenir la mise en cause de la responsabilité d'entreprises ou de leurs dirigeants peut-être de façon excessive. Mais rien ne nous dit que, pour l'instant du moins, les tribunaux seront attentifs à ces demandes excessives et que l'on aura des décisions malheureuses.

Réponse de Madame Ruellan :

Je voudrais faire deux commentaires.

4. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

5. Art. 1833, al. 2, Code civil : « La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ».

Tout d'abord, je suis assez convaincue que l'on va effectivement de plus en plus exiger, attendre, des entreprises importantes de remplir cette fonction de corps intermédiaire. L'ouverture aux parties prenantes pose de très nombreuses difficultés. La première – pour moi la plus évidente – pose le risque de conflit d'intérêts : plus vous intégrez des intérêts divergents, nombreux, plus vous risquez des conflits qui sont inextricables. Lorsque vous allez servir un intérêt, vous allez effectivement en desservir un autre. C'est la première difficulté : je pense qu'il va y avoir une inflation de conflits d'intérêts. Le deuxième point est que, certes, peut-être *in fine* la question sera tranchée par le juge – mais je ne suis pas convaincue que ce soit une bonne option –, mais cela risque de renforcer une évolution que l'on constate, qui est une judiciarisation de l'entreprise.

Enfin, la seconde remarque, qui serait plutôt une recommandation, c'est que dans cette réflexion de prise en compte non seulement des contraintes RSE, mais bien au-delà, des différentes parties prenantes, il me semble que l'urgence serait d'effectuer un travail de fond sur une forme de classement des parties prenantes, qui pourrait d'ailleurs se faire au gré de chaque entreprise. Il est évident que l'on ne peut pas exiger des entreprises qu'elles satisfassent tous les intérêts, d'autant que – il faut revenir à des fondamentaux –, parmi ces intérêts qui pourraient être pris en compte, l'actionnaire reste le premier et le seul qui court le risque social. Ainsi, on ne peut pas le traiter de la manière que les autres.

Mais dans tous les cas, on se prépare probablement à des lendemains difficiles. Et toute la difficulté est qu'à partir du moment où on a entrouvert, entrebâillé, cette porte des parties prenantes – et je pense qu'en même temps il était difficile de ne pas le faire, donc c'était une équation un peu complexe –, on ne se retrouve avec des situations qui vont être dans le futur très compliquées. Ces phénomènes participent d'une évolution à laquelle on assiste dans la sphère publique, autant que dans la sphère privée, qui se manifeste par une inflation des corporatismes de toutes les façons. Et ce n'est pas une évolution que l'on puisse célébrer je dirais.

Réponse de Monsieur le Professeur Ansault :

Je suis assez d'accord avec ce qui a été dit. Je suis, pour ma part, assez sceptique, mais cela nous entraînerait dans un débat plutôt philosophique sur la question de la place de l'entreprise en tant que corps intermédiaire.

Je voudrai simplement insister sur le fait qu'il y a un danger dans cet ajout de l'alinéa 2 de l'article 1833 du Code civil, qui porte un risque de judiciarisation de la situation. Je ne vous cache pas que je m'inquiète un peu du moment où quelqu'un va aller saisir un juge pour venir expliquer que le dirigeant ou l'entreprise n'a pas respecté tel ou tel enjeu sociétal. Que le juge soit amené à se demander si la prise en considération de tel type d'intérêt qui relève d'une appréciation politique a été suffisante ou pas dans le cadre d'une décision d'un acteur privé qu'est une société, je trouve que c'est assez étonnant. Mais peut-être que l'on n'arrivera pas à ces extrémités-là, en tout cas c'est ce que je souhaite.

SECONDE TABLE RONDE

**L'ACTIONNAIRE DANS LES SITUATIONS
EXCEPTIONNELLES**

INTRODUCTION DE LA SECONDE TABLE RONDE

Stéphane Torck

Professeur agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

Directeur du Master 2 Droit des affaires et fiscalité

Directeur de l'Institut de Droit des Affaires

Il s'agit à présent d'envisager la situation de l'actionnaire dans les situations exceptionnelles : ce ne sont pas que les situations de crise.

Madame Hélène Bourbouloux va débiter cette seconde table ronde en évoquant la situation de crise qui est celle de la faillite, plus généralement, de l'entreprise en difficulté. On sait que depuis des années, le statut de l'actionnaire a quelque peu évolué : il est possible, et même probable, qu'il puisse encore évoluer de façon un peu plus radicale à l'avenir.

Ensuite, des sujets un peu plus *corporate*, si on peut emprunter cet anglicisme, vont être abordés. Dans un premier temps, Maître Benjamin Kanovitch va nous entretenir de la place et du rôle de l'actionnaire dans le contexte d'opérations exceptionnelles ou d'opérations complexes, et faire peut-être une petite comparaison franco-étrangère qui pourrait être riche d'enseignement sur le rôle de l'actionnaire dans ces opérations.

Dans un second temps, Maître Pierre-Yves Chabert nous entretiendra du rôle de l'actionnaire dans les offres publiques. Avec cette grande question de savoir, qui décide des mérites de l'offre. Et là aussi, il y a évidemment beaucoup de questions à aborder.

Au regard de ces échanges très riches, on observera un grand écart entre la première table ronde, où on évoquait le renforcement des pouvoirs de l'actionnaire, et la seconde table ronde, où on évoquera plutôt un affaiblissement des droits et pouvoirs des actionnaires dans un contexte de situations exceptionnelles, de crise.

Ce n'est pas nécessairement un hiatus : on peut avoir un principe général, qui comporte un certain nombre de tempéraments ou d'exceptions lorsque c'est nécessaire. Je n'y vois pas d'antagonisme, mais il s'agit d'un grand écart entre le début de ce colloque, et la fin de celui-ci.

L'ACTIONNAIRE ET LES SITUATIONS DE DIFFICULTÉS FINANCIÈRES

Hélène Bourbouloux

Administratrice judiciaire, FHB administrateurs judiciaires

Ce thème recouvre une actualité qui le rend encore plus pertinent.

On a parlé de l'actionnaire propriétaire de l'entreprise, bénéficiaire ultime de la création de richesse en contrepartie de ses apports. Nous allons parler de l'actionnaire à l'heure de la pénurie. Et si ses droits pécuniaires sont par définition la contrepartie de l'absorption des pertes, ses droits politiques le protègent dans le droit français au point de parfois le privilégier par rapport au créancier.

Cette spécificité française est très critiquée par le monde des créanciers, en France et surtout à l'étranger. Elle est même souvent incomprise par des investisseurs étrangers dont le droit local est beaucoup plus radical avec l'actionnaire. Mais les temps changent, cela a été annoncé par le Professeur Torck, et l'uniformisation de nos droits s'alignant sur la financiarisation globale, mondiale, de l'économie modifie clairement les droits des actionnaires. De l'actionnaire roi au créancier ultime : dix ans de rééquilibrage favorable au créancier. Mais la crise Covid-19 apporte une revanche inattendue de l'actionnaire, dont je me ferai un plaisir de parler. En effet, je suis plutôt favorable à ce que les droits des créanciers – naturellement pour des raisons comptables et financières – s'expriment avant les droits pécuniaires des actionnaires, mais je suis surtout favorable au sauvetage de l'entreprise. Et s'il passe par le retour de l'actionnaire, alors il faut lui rendre hommage et l'encourager.

Au gré des procédures qui sont prévues au Livre VI du Code de commerce, la place de l'actionnaire s'amenuise sur l'échelle des difficultés grandissantes. Il est encore incontournable dans la société *in bonis*, dans les procédures d'anticipation – mandat *ad hoc*, conciliation. Il est encore assez décisif en plan de sauvegarde puisqu'un tiers ne peut pas proposer une offre de reprise des actifs en plan de cession. Il devient un peu secondaire en redressement judiciaire si aucun plan n'est présenté. Et puis il peut même être forcé sur l'autel du sauvetage lorsqu'il est totalement ignoré en plan de cession. En liquidation judiciaire, il retrouve une certaine actualité mais sous l'angle du pilotage de la gouvernance, et donc sous l'angle des responsabilités dont la sienne peut aussi être appréciée.

C'est le schéma ordinaire en France, mais l'on voit des changements importants depuis dix ans et l'ultime verrou qui permet à un actionnaire majoritaire d'empêcher le plan va sauter sous le coup de la directive européenne Restructuration et Insolvabilité du 20 juin 2019¹ qui vient parachever les initiatives que l'on trouve

1. Directive (UE) n° 2019/1023 du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des

d'années en années encore timides dans notre Livre VI pour altérer les droits des actionnaires en ce qu'ils peuvent parfois empêcher la mise en œuvre d'un plan qui sauverait l'entreprise. L'actionnaire qui ne peut pas présenter de solutions ne peut pas en empêcher une : c'est la philosophie de la directive européenne, pour laquelle la loi Pacte a donné au législateur français deux ans pour l'introduire dans notre droit national². Le créancier, lui, reste prioritaire peu importe la valeur des titres respectifs : c'est l'ordre des choses. C'est en vertu du contrat initial de société que l'actionnaire absorbe les pertes, et le créancier, lui, doit être totalement rempli de ses droits avant que l'actionnaire ne soit rémunéré, et ce, quelle que soit la valeur de l'instrument. Il y a eu de nombreux débats sur la valeur de l'instrument puisque des actionnaires trouvent inacceptable lorsque le créancier qui acquiert son titre de dette à quelques pourcentages de sa valeur – 30 %, 40 %, 50 % – ne soit pas finalement considéré, dans la relation avec l'actionnaire, à ce niveau de valeur plutôt qu'à son nominal, comme l'expriment malheureusement la comptabilité, mais aussi le droit des votes et le calcul des droits de vote dans les assemblées des créanciers. Pour autant avec la crise Covid-19, on va réaliser que les priorités peuvent être renversées avec une revanche de l'actionnaire quand il va être considéré comme l'unique repreneur crédible.

Je vous propose donc d'apprécier l'actionnaire sous l'angle de quelques qualificatifs.

I. L'ACTIONNAIRE SAUVETEUR

L'actionnaire sauveteur est celui qui vient au secours de l'entreprise en difficulté. C'est celui qui est capable d'abord de la recapitaliser : bien souvent, il aura fait son rôle et son travail d'actionnaire avant même que l'entreprise ne soit confrontée aux procédures du Livre VI.

Il intervient parfois en mandat *ad hoc*. Il ne bénéficie pas du privilège de *new money* lors de la conciliation pour ses apports en capital mais il peut en bénéficier pour ses apports en compte courant et pour tout autre soutien financier qu'il peut apporter à l'entreprise pour autant qu'il ne s'agisse pas d'apport en capital. Il n'est donc pas exclu du privilège de *new money*. Il peut être sauveteur lorsqu'il permet le financement du plan de sauvetage plus souvent en prévention, encore en plan de sauvegarde ou de redressement.

Il a même, cet actionnaire, lorsqu'il est le majoritaire, désormais quelques outils pour se prémunir de ce minoritaire un peu gênant qui, ayant négocié les 33,4 %, l'empêche d'atteindre cette majorité exigée par le droit des sociétés pour les mesures les plus engageantes de la vie de l'entreprise. Dans le Livre VI du Code de commerce, il est possible – depuis pas si longtemps que ça – de forcer le minoritaire dans certaines circonstances : on appelle cela le 50/50. Ce n'est pas

procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) n° 2017/1132 sur la restructuration et l'insolvabilité.

2. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

tout à fait opérant pour les sociétés cotées car le quorum dans ces sociétés n'est pas de 50 % et on a donc du mal à recourir à ces dispositions pour les sociétés cotées. Pour les sociétés non cotées en revanche, cela permet, sur première convocation de l'assemblée, d'obtenir des décisions permettant que le plan soit mis en œuvre et des résolutions à la majorité simple, et non pas à la majorité des deux tiers. La question de l'actionnaire minoritaire est donc traitée depuis quelques années – ce n'est pas si vieux que ça. Le majoritaire peut ainsi voir son plan s'imposer, comme des créanciers qui voteraient dans des comités à la majorité des deux tiers nonobstant le tiers minoritaire récalcitrant.

II. L'ACTIONNAIRE CONTRAIGNANT

Un peu plus compliqué que l'actionnaire sauveteur, il y a aussi l'actionnaire contraignant. En effet, si on peut forcer le minoritaire, on ne peut pas forcer le majoritaire. Les assemblées générales, les réunions d'actionnaires, demeurent nécessaire, et le législateur a voulu absolument privilégier en France les droits politiques des actionnaires. C'est le droit de propriété constitutionnel, on ne peut pas l'affecter. C'est étonnant car le créancier est aussi propriétaire de son titre de créance. Mais ce droit-là affecte un peu moins notre esprit, soucieux de maintenir le droit de propriété comme un droit absolument incontournable.

La loi Macron³ a tenté, il y a quelques années, d'adapter notre droit à des exigences d'investisseur étranger, en se disant qu'il est choquant lorsque l'actionnaire ne présente pas de solutions, qu'il puisse néanmoins bloquer un plan. Et on a là le véritable « article de poésie » du Livre VI : il doit faire une page entière du Code, il prévoit une quinzaine de conditions de tel sorte qu'il n'a jamais été appliqué depuis les quatre ans de son existence. Effectivement, on dispose d'un outil qui, en théorie, permet de contourner un blocage de l'actionnaire mais dans des circonstances tellement étroites qu'il n'est en réalité pas mis en œuvre. Il faut être en redressement judiciaire pendant trois mois, il faut avoir d'abord cherché un plan de cession. Il faut ensuite que le plan de cession soit un échec : en cela même, on s'interroge sur la façon dont peut fonctionner cette disposition législative car, si un tiers propose un plan de cession, c'est que l'actionnaire n'est pas du tout considéré dans les droits patrimoniaux de l'affaire future et donc, on a du mal à penser qu'il faudrait d'abord avoir un échec en plan de cession pour pouvoir contourner ensuite des actionnaires qui refuseraient un plan de redressement présenté par un tiers. Tout simplement, pourquoi le tiers ne présente pas le plan de cession ? C'est là une contradiction qui nous montre bien que ce texte a été le fruit de compromis. Il faut des experts des droits évincés, des mandataires qui votent au nom des refusants. Il faut que l'économie nationale ou régionale et les emplois y attachés soit affectée par ce blocage et encore dans des circonstances exceptionnelles. Bref, cette faculté d'éviction de l'actionnaire existe et malgré toutes les réserves, elle marque cette évolution pour contourner le pouvoir de contrainte de cet actionnaire qui, s'il ne veut pas voter, ne votera pas et empêchera le seul plan viable.

3. Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

Cela conduit des créanciers, lorsqu'ils sont les auteurs de propositions, et en particulier dans les financements structurés, à consentir des droits aux actionnaires historiques – souvent critiqués par ces derniers comme étant insuffisants, et toujours considérés comme n'étant que la contrepartie d'un chantage pour des créanciers qui parfois eux-mêmes abandonnent une partie de leur créance, ou doivent la convertir en capital pour devoir sauvegarder l'entreprise et leurs intérêts. Pour autant, le Livre VI ne vient donc pas encore régler ce problème, mais la directive européenne évidemment apporte et impose une solution.

En revanche, le Livre VI ne règle pas la question des problèmes de quorum. Or il m'est ainsi arrivé dans plusieurs dossiers – et notamment l'affaire CGG, une société cotée – qu'il y ait deux assemblées car la première ne réunissait pas le quorum. Si on ne doutait plus du vote des actionnaires, encore fallait-il que ces derniers se mobilisent pour venir voter. Or, s'ils n'ont rien à gagner, pourquoi se déplacer pour aller voter un jour de pluie alors même que leurs droits sont probablement définitivement perdus ? Ce verrou ne sautera que dans le cadre de l'adaptation de la directive car l'actionnaire devient un créancier ultime : la directive en autorise la possibilité, même si le droit national va vraisemblablement utiliser les réserves, les exceptions ou les tempéraments, que la directive européenne apporte. Mais notre droit national va s'adapter pour reconnaître l'actionnaire comme un créancier ultime pouvant constituer lui-même une classe de créancier. Étant alors une classe, on pourra lui appliquer l'ensemble des dispositions afférentes au vote des plans par classe de créanciers : on aura donc une classe homogène, avec application des règles de ne pas payer un créancier de rang inférieur tant que le créancier supérieur n'est pas rempli de ses droits, mais aussi la faculté de passer outre les votes des créanciers voire d'imposer des abandons – c'est le *cross-class cram down*. L'actionnaire fera partie d'une classe, comme le salarié : le salarié n'est pas encore réuni en classe dans notre droit national, mais la directive européenne a ouvert des portes en la matière.

III. LE CRÉANCIER DEVENU ACTIONNAIRE

Si l'actionnaire est devenu créancier ultime, il l'est également parfois dans l'autre sens. C'est-à-dire que le créancier est devenu un actionnaire – un actionnaire choisi dans le meilleur des cas, mais un actionnaire souvent subi. Ce sont les mécanismes de *debt to equity swap* dans lesquels, notamment dans les financements structurés, il faut rappeler que l'actionnaire de la société opérationnelle est rarement l'actionnaire final tel qu'on l'imagine : l'actionnaire de la société opérationnelle est en général la *holding* bien endettée dont elle relève. Or, généralement, les actionnaires auxquels nous pensons sont les actionnaires de cette *holding* endettée. Ainsi cette cascade, qu'on oublie quand on a une approche consolidée des affaires et du groupe, prend tout son sens quand on revient à l'échelle de l'intérêt social de chaque entité et des relations entre actionnaires et filiale dans l'entreprise en difficulté.

Cet actionnaire peut être subi, c'est-à-dire qu'il n'a pas d'autre choix pour conserver ses intérêts que de convertir une partie de sa dette en capital. Ce n'est

rien d'autre que la clause de retour à meilleure fortune. On la pratiquait depuis fort longtemps, sans vraiment pouvoir la traduire en instruments financiers pendant très longtemps dans les dossiers d'entreprises en difficulté. En réalité, celle-ci se traduit dans des instruments d'*equity* ou de *quasi-equity*.

Il y a aussi l'actionnaire choisi, c'est le cas de l'investisseur devenu créancier pour être actionnaire. Il va acheter de la dette pour la convertir en capital et pour prendre le contrôle de l'entreprise et, en cela, avoir un accès à une information très large dans l'entreprise en difficulté, puis, le cas échéant, consolider un groupe de prêteurs autour de lui et prendre le contrôle d'une société. C'est donc devenu, à la faveur de la loi sur les entreprises en difficulté, un mode de prise de contrôle par la dette qui est organisé et qui est permis par tout l'ensemble du dispositif. C'est souvent une bonne solution pour l'entreprise, mais c'est parfois de nouvelles difficultés qui apparaissent car cela met en lumière les situations sensibles de l'actionnaire dans la gouvernance.

L'actionnaire n'est pas que le propriétaire de l'entreprise : c'est celui qui pilote la gouvernance, qui choisit le *management*, qui décide de la stratégie, qui s'investit dans les décisions capitales de l'entreprise. Mais comment peut-on assurer son indépendance et sa légitimité quand il est à la fois créancier et actionnaire ? Celui qui était créancier pour devenir actionnaire aura bien souvent largement converti sa créance en capital pour prendre le contrôle, mais il aura pu vouloir séparer ses classes de risques et d'actifs pour rester un peu créancier, au cas où. Alors on se retrouve avec un actionnaire qui pilote la gouvernance et qui, de temps en temps, aura des décisions qui peuvent être teintées de ses intérêts de créancier plutôt que de ses intérêts d'actionnaire. C'est une des grandes difficultés qu'on a eu à traiter dans les dossiers de *lenders led*s, qui constituent les premières prises de contrôle par les créanciers dans lesquelles on mesure comment on tâtonne sur les questions de gouvernance. J'ai été amenée à expérimenter plusieurs situations : la situation où initialement les créanciers eux-mêmes ont occupé le terrain dans le conseil d'administration ou le *board*, sans forcément avoir les compétences le permettant parce que ce n'était pas les bons acteurs. On a aussi envisagé une gouvernance hyper-indépendante, avec uniquement des administrateurs indépendants, mais en face de restructuration de l'entreprise, il nous faut aussi des actionnaires très engagés : ce n'est pas non plus la meilleure des solutions, tout dépend des profils et du groupe d'actionnaires. Puis, on a imposé dans d'autres dossiers une gouvernance sous forme de conseil d'administration en imposant que les fonds eux-mêmes soient administrateurs, voire même que le nom de leur institution figure sur le K-bis y voyant là une bonne parade contre la faillite. Néanmoins, évidemment, c'est très défensif à l'endroit de la faillite, et ce n'est pas forcément offensif ou proactif dans le bien de l'entreprise. Voilà une illustration de l'une des difficultés de l'actionnaire créancier.

Je rappelle que le *board* en France est guidé par l'intérêt social contrairement à d'autres pays, comme aux États-Unis où il est au bénéfice des actionnaires. En tout cas, il n'est pas fait au bénéfice des créanciers. Sur ce point, à l'aune des entreprises en difficulté, il est important que la gouvernance se structure avec des comités indépendants, des comités de restructuration, qui veillent à ce que les membres de ces comités soient eux-mêmes constitués d'administrateurs qui ne sont pas par ailleurs *conflictés* par des droits particuliers, directement affectés par la restructuration.



Pour conclure sur le nouveau paradigme et l'horizon des actionnaires, est-ce que l'actionnaire en tant de crise n'est-il pas le meilleur repreneur ?

J'ai beaucoup milité en ce sens depuis le début du confinement en me disant que le seul moyen pour limiter l'impact de cette crise, que je pense très longue, c'est de favoriser la consolidation et les reprises. Il faudra probablement que deux sociétés un peu fragilisées l'une et l'autre par la crise du Covid-19 s'associent, se replient, se renforcent l'une l'autre, quitte à diminuer la voilure globale, mais pour assurer leur rebond et la création de richesse.

Ce faisant, on voit bien que l'interdiction de principe du dirigeant de droit ou de fait et, dans la pratique, de l'actionnaire majoritaire – car c'est lui qui choisit le *management* – de se porter acquéreur en plan de cession des activités des sociétés était un peu trop exagérée. De deux choses l'une : soit il a une responsabilité dans la faillite et alors il est normal de l'en exclure, soit il n'a pas de responsabilité et il n'y a pas de raison de rejeter son offre. Et dans la crise du Covid-19 qui explique en elle-même les difficultés, ni l'actionnaire ni le dirigeant n'en sont responsables. J'ai donc milité pour qu'il ne soit pas stigmatisé comme il l'était auparavant, en imposant des réquisitions du Parquet et ce afin que, ni privilégié, ni stigmatisé, il puisse se porter acquéreur dans des reprises en plan de cession. Je comprends que c'est compliqué à admettre : il est vrai qu'il est moralement difficile d'accepter qu'on puisse laisser toutes ses dettes derrière soi, reprendre l'entreprise et ainsi repasser devant les créanciers qui demeurent impayés. L'ordonnance du 20 mai 2020⁴ l'a autorisé pour une période qui est aujourd'hui limitée. Cela existe dans d'autres pays comme en Belgique et ce dans le droit commun. Si c'est la meilleure offre, alors il faut la retenir. Si les créanciers sont en capacité de faire mieux, ils devront alors être privilégiés. Mais bien souvent, il n'y aura pas d'offrant, et le seul qui pourra accepter de reprendre du risque, c'est celui qui aura déjà mis son argent et qui, évaluant son risque, aura intérêt à en remettre un peu.

J'aurais pu dire un mot sur l'actionnaire dans les sociétés cotées, mais c'est le propos de Maître Kanovitch et de Maître Chabert.

En un mot, la société cotée vient quelque peu impacter le droit des entreprises en difficulté mais ne sacrifie jamais l'information du marché. Nous devons donc aussi, dans l'entreprise cotée en difficulté, veiller à cette bonne information et à prendre des précautions utiles. Cela malgré le fait que, de temps à autre, on est confronté à des créanciers qui ne veulent surtout pas d'informations pour ne pas être *conflictés* et qui ne veulent pas se *restricter*. Dans les dernières négociations, tout ce qu'on a appelé le « *cleansing* des informations » pour permettre la négociation pendant des temps limités très courts est devenu extrêmement consommateur pour les administrateurs, parfois plus que la négociation de fond. Mais c'est un autre sujet.

4. Ordonnance n° 2020-596 du 20 mai 2020 portant adaptation des règles relatives aux difficultés des entreprises et des exploitations agricoles aux conséquences de l'épidémie de covid-19.

L'ACTIONNAIRE DANS LES OPÉRATIONS EXCEPTIONNELLES ET LES CRISES DE GOUVERNANCE

Benjamin Kanovitch
Avocat associé, Bredin Prat

Il m'a été demandé de traiter à la fois du rôle de l'actionnaire dans les opérations exceptionnelles et lors de crises de gouvernance. Ces deux situations renvoient au sujet de la démocratie actionnariale à l'occasion de moments clés de la vie sociale.

En effet, lorsqu'une opération relève de la compétence des actionnaires, ou lorsqu'intervient une crise de gouvernance qui soulève la question de la composition du conseil d'administration, l'exercice du droit de vote est au cœur de la préoccupation des différentes parties prenantes.

Avant de commenter plus avant ces deux configurations, permettez-moi une introduction sur la crise actuelle. Nous traversons en effet, une période de crise sanitaire, économique et financière ayant un impact important sur les rapports entre les émetteurs d'une part et les actionnaires d'autre part, que ces derniers soient activistes ou non.

Dans certaines situations, les campagnes activistes et, plus généralement, les débats parfois houleux entre émetteurs-actionnaires, se sont tout simplement interrompus devant l'ampleur de la crise, notamment lorsque la thèse d'investissement était fondée sur des opérations de fusions-acquisitions.

Dans d'autres situations, un accord a été trouvé. La résolution d'une crise de gouvernance est fréquente aux États-Unis, une pratique qui se développe aujourd'hui en Europe. Ces cas de figure impliquent souvent l'entrée au conseil d'administration de l'investisseur, ou de l'un de ses représentants, ce qui permet précisément d'éviter la crise de gouvernance.

Enfin, nous pouvons constater que la crise actuelle, et notamment la baisse des cours de bourse, a été parfois le catalyseur ou l'accélérateur d'une tension entre actionnaires et émetteurs. Bien que les situations de cette nature ne soient pas nombreuses, nous observons que dans un certain nombre de cas les actionnaires profitent, de façon opportune, de la baisse du cours pour monter au capital.

I. LES *PROXY FIGHTS* À LA FRANÇAISE

Contrairement aux États-Unis où les situations de tensions – voire de bataille – entre les actionnaires et le conseil d'administration en vue d'une assemblée générale sont qualifiées de « *proxy fights* », il n'existe pas en français de terme équivalent. En droit français, nous pouvons relever l'absence de réglementation des assemblées générales contestées. Si les actionnaires disposent d'instruments de

contestation tel que le droit de présenter des résolutions ou celui d'engager une action en justice, il n'y a pas de corpus de règles s'appliquant à ce type de situations.

Il est frappant de constater l'asymétrie entre, d'une part, les règles applicables aux émetteurs, qui sont soumis à une réglementation boursière contraignante et à un droit des sociétés rigoureux et spécifique aux sociétés cotées, et, d'autre part, l'absence d'équivalent pour les investisseurs. Ce point a été relevé par les différents rapports de Place sur l'activisme.

En théorie, l'« appel public à mandat » est réglementé. Il vise toute personne qui sollicite des mandats auprès des actionnaires en vue du vote lors d'une assemblée générale. Or, en pratique les grandes campagnes activistes ne sont jamais soumises à cette réglementation. Pourtant, cette réglementation est intéressante car elle oblige celui qui conteste la politique d'une société et/ou la composition de son conseil d'administration à présenter sa propre politique par voie écrite à ses coactionnaires afin d'obtenir un vote favorable. La logique sous-jacente à cette réglementation est simple : un mandat est sollicité sur la base d'une « feuille de route ». Comme dans tout mandat, le mandataire est tenu de communiquer les éventuels conflits d'intérêt. Les actionnaires professionnels qui contestent la stratégie proposée par les conseils d'administration ne procèdent pas formellement à un appel public à mandat au sens de la réglementation. Ils appellent simplement les autres actionnaires à voter pour ou contre une résolution proposée par le conseil d'administration ou par eux-mêmes.

Lors des campagnes activistes, nous assistons généralement/ finalement, à une « bataille de communication », qui, de fait, cristallise l'asymétrie juridique entre d'une part la société cotée, éminemment régulée et, d'autre part, l'actionnaire qui ne l'est pas.

La position de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») est bienvenue dans ce débat. L'Autorité préconise, recommande, en effet, le rétablissement d'une certaine symétrie dans les rapports entre émetteurs et investisseurs. À titre d'exemple, elle obligerait les actionnaires à présenter publiquement les documents et les présentations communiquées aux autres actionnaires. Or en l'état actuel du droit, un actionnaire n'est pas tenu à un principe de cohérence, d'équivalence ou de transparence à l'égard de ses coactionnaires. Un actionnaire peut parfaitement dire *blanc* à un actionnaire, et *noir* à un autre. Inversement, l'émetteur est soumis à une obligation de diffusion intégrale de l'ensemble de sa communication. Si celle-ci est imprécise ou incohérente, l'actionnaire est susceptible de subir une sanction de l'AMF.

Bien que la position de l'AMF rappelée par Madame Marechal lors de son intervention soit intéressante, elle ne rétablit pas complètement une symétrie entre émetteurs et investisseurs. Si elle ne propose pas de réglementation des *proxy fights*, elle renforce toutefois la transparence en permettant aux émetteurs d'avoir accès à l'ensemble des documents et propositions qu'un actionnaire soumet à ses coactionnaires dans le cadre de son dialogue confidentiel.

Car le déroulement d'un *proxy fight* entraîne un bouleversement important de l'organisation des émetteurs. Il s'agit, en effet, d'assemblées clefs pour l'avenir de la société, ce qui nécessite des efforts considérables de la part des émetteurs. Les *proxy advisors* jouent à cet égard un rôle très important.

Les *proxy advisors* sont des agences de conseil en vote à destination des actionnaires qui à ce jour ne font pas l'objet d'une régulation spécifique. La loi Pacte¹ a confirmé un certain nombre d'orientations, de codes de conduite et de politiques de vote, auparavant prévues par la *soft law*, mais elle n'introduit pas une véritable réglementation. Or ces acteurs peuvent parfois emporter la décision, ou en tout cas influencer 15 à 20 % voire 30 % des droits de vote.

II. L'APPROBATION DES OPÉRATIONS EXCEPTIONNELLES

La même question se pose sur les opérations exceptionnelles soumises à l'approbation des actionnaires : le débat est-il organisé loyalement ? Qu'il s'agisse d'une crise de gouvernance, d'une restructuration d'entreprise, d'une fusion, d'une acquisition, ou d'une cession d'actif, les actionnaires peuvent parfois (mais pas toujours) exercer leur droit de vote. La véritable question est de savoir si le débat entre émetteurs et actionnaires est loyal afin de maximiser les chances qu'une bonne décision soit prise pour l'entreprise.

Pourquoi cette question se pose-t-elle ? Notre droit des sociétés est fondé sur le principe de hiérarchie des organes sociaux : le dirigeant gère la société ; le conseil contrôle les dirigeants et affirme un certain nombre d'orientations dans le cadre desquelles le dirigeant opère ; et les actionnaires nomment le conseil et ont un droit de vote sur des sujets spécifiques.

Dans la période actuelle, n'importe quel actionnaire, avec un poids politique, financier ou médiatique, peut proposer une orientation stratégique. Cela n'était pas le cas il y a dix ans, encore moins il y a vingt ans. Aujourd'hui, n'importe quel actionnaire minoritaire peut, dans le système actuel, non pas prendre le contrôle, mais proposer, préconiser, recommander une évolution stratégique à la société.

On pourrait se demander s'il s'agit là de démocratie. La société médiatique permet à un actionnaire de diffuser un communiqué de presse et de proposer la cession d'un actif, ou la fusion avec un concurrent. Mais sur la base de quelles informations cette proposition est-elle faite ? L'information publique n'est pas toujours aussi pertinente et précise que celle à disposition du conseil d'administration. C'est le monde à l'envers ! Dans le « monde à l'endroit », les dirigeants proposent à leurs actionnaires des résolutions qui peuvent être approuvées ou rejetées : il s'agit d'une prérogative des actionnaires qui ne sont pas propriétaires de la société, mais sont propriétaires de leurs actions et titulaires du droit de vote. Dans le « monde à l'envers », quant à lui, ce sont les actionnaires qui formulent publiquement des propositions au *management* pour les obliger à se positionner pour ou contre.

Ce débat est-il logique et bénéfique pour la société ou au contraire, s'agit-il d'un élément destructeur ? Dans certaines campagnes activistes, des actionnaires ont demandé à s'exprimer sur des opérations alors que le droit n'offrait pas une telle possibilité. Ce fut le cas dans l'opération Safran-Zodiac où un activiste était présent chez Safran et un autre chez Zodiac. Or, l'activiste chez Safran avait

1. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

réclamé un vote des actionnaires sur une opération d'acquisition en *cash*, qui, en l'état actuel de la réglementation, à tort ou à raison, n'est pas soumise aux votes de l'assemblée générale. Dès lors, on assiste à des situations où des actionnaires veulent à la fois s'autosaisir et aller au-delà du corpus juridique. Car, si en droit français une fusion doit être approuvée à la majorité des deux tiers de l'assemblée générale, ce qui est une majorité qualifiée (d'ailleurs plus élevée que dans un grand nombre de pays), si la cession d'actifs significatifs doit être approuvée à la majorité simple, les acquisitions en *cash* ne relèvent pas, quant à elles, de la compétence des actionnaires.

Le débat aujourd'hui est donc parfois très confus, et n'est pas toujours cohérent avec la culture juridique française selon laquelle certaines opérations relèvent de l'actionnaire, tandis que d'autres relèvent du conseil d'administration. N'oublions pas que, *in fine*, c'est toujours l'actionnaire à qui revient le dernier mot, car il nomme et révoque le conseil, et par conséquent le dirigeant.

La question est de savoir si le débat autour des opérations exceptionnelles doit être mieux régulé ou si le droit actuel est adapté. Il existe des règles en matière de recommandations d'investissement en vertu desquelles lorsqu'un acteur – généralement un analyste financier – émet publiquement une recommandation susceptible d'avoir une influence sur le marché, il doit respecter un certain nombre de principes. Il est alors important de savoir sur quels fondements sont formulées les recommandations d'investissement, s'il y a des conflits d'intérêts et si les hypothèses de travail sont transparentes et clairement définies pour que les autres actionnaires puissent se positionner en connaissance de cause.

L'AMF a d'ailleurs sollicité l'avis des autorités européennes pour trancher la question de savoir si cette réglementation était bien applicable à tout actionnaire qui prend position sur une question. Si l'on s'en tient à la lettre du texte, la question se pose. Lorsque l'actionnaire conteste la légitimité d'une opération, de son prix et de ses termes, et incite d'autres actionnaires à s'opposer ou, inversement, à valider une opération qu'il aurait publiquement proposée à l'émetteur ou à ses coactionnaires, nous sommes dans une zone grise et une clarification de la part des autorités européennes serait bienvenue.

★
★ ★

En (guise de) conclusion, je me permets à mon tour de formuler une recommandation à l'intention des émetteurs et des actionnaires. Lorsque les enjeux financiers, économiques, sociaux, stratégiques sont majeurs, seul un dialogue régulier serein entre émetteurs et actionnaires permet d'aboutir à une solution conforme à l'intérêt social. Les actionnaires ont parfaitement le droit de ne pas être d'accord avec les émetteurs ; il peut d'ailleurs arriver qu'une opération proposée soit rejetée. Les émetteurs comme les actionnaires n'ont d'autre choix que de dialoguer en amont. Ce dialogue permet non seulement d'éviter les conflits mais aussi d'éviter qu'un actionnaire cherche à « couper l'herbe sous les pieds » du conseil d'administration en proposant sa propre stratégie pour l'entreprise.

La question du dialogue actionnarial est centrale pour faire émerger une solution acceptable à la fois pour la société, ses actionnaires et les différentes parties prenantes.

L'ACTIONNAIRE DANS LES OFFRES PUBLIQUES

Pierre-Yves Chabert

Avocat associé, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Les offres publiques constituent une troisième situation dans laquelle la société est le terrain de rapports extrêmes, magnifiés et exacerbés – selon le mot du Président Rameix tout à l'heure – entre la société, les actionnaires et ses dirigeants.

Les offres publiques revêtent en outre une importance particulière dans la mesure où elles affectent des sociétés ayant une place centrale dans notre économie, les mouvements les concernant sont particulièrement visibles et elles impactent de nombreux actionnaires, dont l'épargne des ménages ; ceci dans un contexte économique difficile rendant nos entreprises fragiles et des cibles potentielles de prédateurs étrangers. Il y a donc une attention manifeste sur ce sujet aujourd'hui.

Le droit boursier est par ailleurs un domaine dans lequel le droit a beaucoup évolué, beaucoup fluctué, témoignant de la difficulté à trouver un équilibre entre les droits de défense des dirigeants et le droit de propriété des actionnaires. Les droits de l'actionnaire sont encore un terrain mouvant qui mérite des réflexions régulières de la part de la doctrine.

Je propose de faire aujourd'hui l'état des lieux des droits des actionnaires et des pouvoirs de défense des dirigeants dans le cadre des offres publiques, à l'aune des deux dernières lois qui ont traité le sujet : la loi Florange de 2014¹ (**I.**) et la loi Pacte de 2019² (**II.**). C'est un terrain encore non-testé sur le plan judiciaire, ce qui le rend particulièrement intéressant. Il n'y a pas eu d'offre hostile ou combattue depuis l'adoption et la coexistence de ces deux lois. Il y a relativement peu de doctrine sur le sujet. Nous allons donc nous aventurer, raisonnablement, à imaginer quelle serait la nature des débats et des procédures qui pourraient émerger dans ce contexte.

I. L'INVERSION DE LA RÈGLE DE NEUTRALITÉ PAR LA LOI FLORANGE

On se souvient de la position traditionnelle de la France qui reconnaissait, depuis plus de trente ans, qu'en matière d'offre publique, la primauté de décision revenait à l'actionnaire, et non à la société. La Commission des opérations de bourses (« COB ») l'avait formalisé dès 1989 dans son règlement n° 89-03 en exigeant qu'en période d'offre, le dirigeant se limite à des actes de gestion courante, sauf à en parler à la COB qui pouvait alors exprimer son avis. Cette idée reposait sur plusieurs justifications. La première est que l'offre est faite par l'initiateur aux

1. Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

2. Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

actionnaires de la société cible, et non pas à la cible. Ensuite, les dirigeants sont dans une situation intrinsèque de conflit d'intérêts : ils préfèrent probablement préserver leur position, plutôt que maximiser la valeur actionnariale. Troisièmement, les offres publiques sont souvent vertueuses pour favoriser les réorganisations industrielles et faire émerger des acteurs compétitifs. C'est pourquoi, lors de la transposition de la directive européenne de 2004 sur les offres publiques³, la France avait logiquement adopté le principe de neutralité du conseil d'administration et certains aspects des règles de neutralisation de la directive. Ainsi, par la loi de transposition de 2006⁴, a été introduit l'article L. 233-32 du Code de commerce, qui disposait très clairement que pendant la période d'offre publique les dirigeants de la société visée doivent obtenir « l'approbation préalable de l'assemblée générale pour prendre toute mesure dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, hormis la recherche d'autres offres ».

Et pourtant, en 2014, la loi Florange opère un retournement complet du principe. L'article L. 233-32 Code de commerce dispose désormais que pendant la période d'offre les dirigeants peuvent prendre « toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre », sous deux réserves : les pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales, et dans la limite de l'intérêt social. Ce texte appelle plusieurs remarques.

La première est que l'approche retenue par la France est la plus radicale qui soit au niveau européen. Les autres pays qui ont décidé de ne pas imposer la règle de neutralité ont formulé leur dispositif législatif en ajoutant au droit commun la possibilité pour les sociétés d'appliquer volontairement les principes de neutralité et de neutralisation des restrictions. Pour les sociétés qui ne décident pas d'appliquer ces règles volontairement, le droit commun continue de s'appliquer dans toutes ses dispositions, sans aucune autre précision. En France, l'article L. 233-32 va plus loin, dans le sens où il établit un véritable droit de pouvoir faire échouer l'offre. Ce n'est pas un abandon de la règle de neutralité, mais c'est bien son inversion.

A. Portée substantielle de l'inversion de la règle de neutralité

On peut s'interroger sur la portée réelle de cette rédaction, car il peut y avoir des interprétations assez variées.

La première interprétation que certains commentateurs avaient retenue, est que l'article L. 233-32 n'apporte rien au droit commun, n'en est qu'une redite. En effet, le conseil d'administration a déjà tous les pouvoirs pour déterminer les orientations sociales et veiller à leur mise en œuvre, dans deux limites : la limite des pouvoirs des assemblées générales et, bien évidemment, toujours en agissant dans l'intérêt social. L'article L. 233-32 ne serait ainsi qu'une répétition des règles de droit commun.

Une telle analyse paraît indument réductrice, dans la mesure où, si on la suit, elle prive de sens un article spécifique qui permet explicitement aux dirigeants de

3. Directive n° 2004/25/CE du 21 avr. 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

4. Loi n° 2006-396 du 31 mars 2006 pour l'égalité des chances.

mettre en œuvre des mesures de défense. Si la loi le dit, c'est donc que mettre en œuvre une mesure de défense n'est pas une décision qui, en soi, est contraire à l'intérêt social. Ceci est l'apport essentiel de la loi Florange.

Il représente un pas qui n'était pas nécessairement si évident à franchir en l'absence de cette précision explicite, dans la mesure où, comme le rappelait Professeur Ansault, une partie de la doctrine considère qu'il est du devoir des dirigeants, dans le cadre de l'intérêt social, de maximiser la valeur actionnariale, y compris dans le cadre d'une offre. De telle sorte que de manière presque naturelle, le principe de neutralité existe dans notre droit des sociétés.

Ainsi, là où la règle de neutralité imposait au dirigeant de faire approuver par les actionnaires une mesure susceptible de faire échouer l'offre, là où l'absence de règle spécifique aurait pu conduire un juge à considérer qu'une mesure conduisant à faire échouer l'offre est par nature contraire à l'intérêt social, l'article L. 233-32 du Code de commerce vient confirmer aux dirigeants qu'ils ont effectivement un droit de faire échouer l'offre, pour autant que les mesures prises ne soient pas par ailleurs contraires à l'intérêt social.

Il s'agit d'un bouclier qui est loin d'être anodin dans le contexte d'une bataille boursière, dans la mesure où les dirigeants, lorsqu'ils prépareront une défense, n'auront plus à craindre de commettre une faute de gestion du seul fait d'une atteinte potentielle aux droits des actionnaires et de la perte par ces derniers de la prime qui était offerte par l'initiateur. C'est le premier apport de l'article, qui est important en termes de repositionnement des droits respectifs des actionnaires et des dirigeants.

B. Portée contentieuse de l'inversion de la règle de neutralité

Le second apport de la loi Florange se situe sur le terrain contentieux, avec des conséquences très pratiques dans le cadre d'une bataille boursière. On entre ici dans la spéculation juridique. Dans le cadre des batailles boursières, le temps est une dimension tactique vitale. Le principe de neutralité donnait aux actionnaires qui constataient des mesures abusives de la part des dirigeants, des chances très sérieuses d'obtenir en référé des mesures conservatoires rapides pour bloquer ces défenses. Il suffisait de démontrer l'urgence, toujours présente en matière d'offre publique et le fait qu'il ne pouvait exister de contestation sérieuse sur le fond. Ce second élément pouvait être raisonnablement démontré face à une mesure exceptionnelle prise sous offre, dès lors qu'elle n'était pas présentée au vote des actionnaires. La présentation ou non de la mesure susceptible de faire échouer l'offre aux actionnaires était un élément quasi-objectif, facile à prouver.

La nouvelle rédaction de l'article L. 233-32 du Code de commerce ouvre un débat beaucoup plus compliqué. On sort du droit boursier pour entrer dans le droit commun des sociétés. Le juge va être confronté à cette question beaucoup plus épineuse : est-ce que la mesure défensive envisagée par les dirigeants est justifiée au regard de l'intérêt social ? Cette question devient étonnement complexe, et peut faire l'objet de contestation sérieuse, et donc risque d'empêcher toute mesure de référé.

On se retrouve dès lors d'un point de vue tactique dans une situation dans laquelle la question risque d'être envoyée au fond, dans un calendrier judiciaire

qui n'a plus rien à voir avec le calendrier d'une offre, et qui va probablement conduire, si la mesure de défense était effective, à ce que l'offre soit retirée avant que le juge du fond ait tranché sur la compatibilité de la mesure avec l'intérêt social.

C'est le second apport de l'article L. 233-32, qui déplace le débat du temps court, bénéfique ou non d'une prime en faveur des actionnaires, à un temps long, celui de l'intérêt social, qui fait fi de l'offre, et qui, comme on l'a vu, est extraordinairement complexe à définir.

La loi Florange est couplée, et amplifiée par l'effet de la loi Pacte.

II. L'ÉLARGISSEMENT DE L'INTÉRÊT SOCIAL PAR LA LOI PACTE

La marge de manœuvre donnée aux dirigeants pour réagir à une offre publique me semble particulièrement élargie par la loi Pacte. En effet, cette dernière, comme on le rappelait tout à l'heure, introduit pour la première fois de manière formelle la notion d'intérêt social dans la loi et la qualifie en obligeant à prendre en compte les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.

A. Portée substantielle de l'élargissement de l'intérêt social

La doctrine est encore partagée sur la portée réelle de la loi Pacte. Une partie – probablement la majorité – considère qu'elle n'a pas modifié l'état du droit positif antérieur. L'intérêt social reste celui de l'article 1832 et du premier alinéa de l'article 1833 du Code civil, qui est essentiellement de partager le bénéfice entre les associés. Le second alinéa de l'article 1833 du Code civil n'affecterait pas cette définition de l'intérêt social, il n'ajouterait pas de nouvelle composante à ce dernier, mais ne créerait donc qu'une simple obligation de s'interroger sur les conséquences sociétales, sociales et environnementales liées à l'activité de la société.

On note quand même qu'une partie de la doctrine considère que la loi Pacte change le référentiel applicable à l'intérêt social, et pourrait déteindre sur la construction et la conception même de l'intérêt social.

Sur un plan purement pratique, deux remarques peuvent être faites.

La jurisprudence et la pratique continueront de faire évoluer les notions. On se rappelle qu'avant la loi Pacte, en dépit de la rédaction du Code civil, la jurisprudence et la doctrine s'étaient éloignées du texte pour définir l'intérêt social et le distinguer de celui des associés. Aujourd'hui, même si la loi est à de nombreux égards décevante, elle donne une nouvelle base d'interprétation de l'intérêt social. Sans être une composante de l'intérêt social, il est indéniable que les enjeux sociaux et environnementaux peuvent désormais orienter et justifier une appréciation particulière par les dirigeants de l'intérêt social, sinon l'exigence de la loi « de prendre en considération » ces enjeux serait vide de sens.

En tout état de cause, même si on prend la position conservatrice et qu'on considère que ces éléments sociaux et environnementaux ne font pas partie et ne sont pas une composante de l'intérêt social, il est indéniable que ce sont des enjeux qui peuvent désormais orienter, justifier, une appréciation particulière par les

dirigeants de l'intérêt social, sinon la loi aurait été vidée de son sens. Elle impose bien de prendre en considération ces enjeux dans la détermination de l'intérêt social. Cet aspect est encore renforcé quand la société cible a adopté une raison d'être en application l'article 1835 du Code civil, qui impose également de prendre en considération la raison d'être, et encore accentué dans le cadre des sociétés à mission.

B. Portée pratique de l'élargissement de l'intérêt social

Il est indéniable aujourd'hui qu'il y a moins de risque pour les dirigeants confrontés à une offre publique hostile de prendre des mesures de nature à faire échouer l'offre dans la mesure où ces mesures prises seraient de nature à renforcer l'intérêt social par la préservation de ses objectifs sociaux, environnementaux ou par sa raison d'être. Une conséquence paradoxale de la loi Pacte pour les dirigeants est que l'extension de leurs obligations en matière d'intérêt social devient un bouclier qui peut être dressé par eux pour se protéger quand ils mettent en œuvre d'une mesure de défense. Nous voyons une situation se développer sous l'effet de la loi Pacte qui permettrait aux dirigeants de s'appuyer sur les impacts sociaux et environnementaux d'une offre publique hostile, pour dire qu'ils peuvent légitimement prendre les mesures de défense de la société, à condition que, par ailleurs, cette approche ne constitue pas une atteinte directe à la rentabilité ou la profitabilité de la société.

On peut facilement imaginer les situations qui pourraient se produire. Une société qui a des activités polluantes mais profitables, pourrait décider sous offre de procéder à la cession et à la fermeture de ses activités, dans des conditions qui seraient plutôt coûteuses, avec un impact potentiel sur sa rentabilité future. Elle justifierait cette décision par la nécessité de prendre en considération les impacts environnementaux de son activité, l'inévitable nécessité de procéder à la transition écologique et, sur cette base, sortirait des actifs ou cesserait d'être active dans certains métiers qui étaient justement ceux qui intéressaient l'initiateur de l'offre, poussant celui-ci à retirer son offre. Un autre exemple pourrait être celui d'une société ayant adopté une raison d'être et qui s'engagerait dans un programme d'investissement ou d'acquisition important, coûteux, conforme à sa raison d'être, susceptible de créer de la valeur à très long terme, mais pas immédiatement. Si ces investissements créent des problèmes de rentabilité, d'accroissement du niveau de dette, d'*anti-trust* pour l'initiateur de l'offre, elle pourrait le conduire à retirer son offre.

On voit que les enjeux sociétaux, sociaux et environnementaux, et la raison d'être, la mission, pourraient devenir des *poison pills* et des protections des dirigeants dans le cadre des offres publiques.

La portée de la loi Pacte est encore loin d'avoir été pleinement mesurée : on est dans une *terra incognita* à ce stade. Je note que ce point était déjà dans l'esprit de ceux qui ont poussé cette réforme, dès l'origine de la conception de la loi Pacte. Le rapport Notat-Senard⁵ disait que l'objectif de la réforme était de donner

5. Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Économie et des Finances, et du Travail, « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », 9 mars 2018.

aux sociétés des moyens de protéger leur stratégie et leurs engagements sociaux face à des tentatives de prises de contrôle, et de lutter contre le court-termisme actionnarial, en leur permettant de s'opposer à des actionnaires qui leur demanderaient de seulement maximiser la valeur actionnariale. Tout est dit dans ce rapport...



Cette inversion de la règle de neutralité et l'élargissement de l'intérêt social traduisent l'éternel balancier de l'allocation des pouvoirs au sein de la société : après avoir donné une primauté de décision aux actionnaires en cas d'offre publique, la réglementation revient à une position plus équilibrée qui redonne, en tout cas dans la défense contre des offres hostiles, plus de pouvoir aux dirigeants.

Est-ce pour autant la victoire définitive des dirigeants ? Probablement pas : les dirigeants restent nommés par les actionnaires, et ces derniers ont toujours le pouvoir de les révoquer. On entre alors dans un autre débat, potentiellement judiciaire en cours d'offre, qui consiste pour les actionnaires à essayer de faire tenir une assemblée générale aux fins de révoquer les dirigeants qui les privent d'une opportunité financière. Les actionnaires représentant au moins 5 % du capital peuvent demander en justice la désignation d'un mandataire *ad hoc* aux fins de la convocation d'une assemblée générale, qui pourrait être appelée pour renverser les dirigeants avant la mise en œuvre des mesures susceptibles de faire échouer l'offre. Il y a là des subtilités qui sont loin d'avoir été complètement réglées. La jurisprudence, pour l'instant, exige du juge dans cette hypothèse de vérifier que cette demande tend à des fins légitimes, conformes à l'intérêt social – le voilà qui revient – et non pas à la satisfaction de fins propres au demandeur.

Les dirigeants auront un certain loisir à opposer l'intérêt social propre de l'entreprise aux intérêts spécifiques des actionnaires pour rejeter leur demande, au risque de devoir rendre compte ultérieurement de leur responsabilité s'il était jugé que les mesures de défense n'étaient pas conformes à l'intérêt social. Pour autant, le juge pourrait considérer que l'appréciation de l'intérêt social peut être soumise à l'assemblée générale des actionnaires et que la démocratie actionnariale est un forum légitime pour décider de ce point. En fonction de la nature des défenses mises en avant et leur légitimité apparente, de l'identité des demandeurs (actionnaires activistes ou de long terme), des circonstances particulières de l'offre (importance de la cible et impact possible de l'offre sur l'économie française), le juge pourrait être plus ou moins enclin à permettre aux actionnaires de se prononcer sur la révocation des dirigeants.

En cas de rejet de la demande de nomination d'un mandataire aux fins de la convocation d'une assemblée générale, les actionnaires devront attendre la prochaine assemblée générale, au cours de laquelle ils pourront révoquer librement les administrateurs qui auront pris des positions qui leur auront été défavorables. Entre temps, et selon les calendriers respectifs de l'assemblée générale et de l'offre publique, l'offre publique aura peut-être échoué.

Les curseurs sont manifestement difficiles à placer. Les nouveaux dispositifs permettent d'envisager des défenses plus efficaces contre des offres hostiles et opportunistes de nature à déstabiliser des entreprises, voire notre tissu industriel, et de mieux protéger des intérêts sociétaux au sens larges.

Mais où faut-il arrêter le balancier ? La protection des intérêts sociaux et environnementaux peut-elle justifier de prendre des mesures de défenses qui atteindraient à la valeur actionnariale à terme ? Comment s'assurer que sous prétexte de la protection de ces intérêts, n'est pas camouflée une défense abusive motivée essentiellement par la préservation des intérêts particuliers des dirigeants ?

Le marché des prises de contrôle reste un élément important de l'attractivité de la place de Paris, de la capacité à réorganiser les groupes et constituer des groupes plus forts et compétitifs et de régulation de la performance des dirigeants.

Le cadre juridique ressortant de la loi Florange et de la loi Pacte replace les offres publiques dans un référentiel de droit des sociétés plus complexe, mais qui peut permettre de prendre en compte de manière plus complète les différents impacts de l'offre et des défenses mises en œuvre par les dirigeants. Le juge sera probablement plus souvent sollicité et central dans le débat.

Il nous faudra attendre quelques offres publiques nouvelles pour faire progresser ces sujets.

RAPPORT DE SYNTHÈSE

Dominique Schmidt
Professeur des Universités
Avocat honoraire, Barreau de Paris

Les contributions présentées lors de ce colloque ont exposé le système juridique et économique dans lequel l'actionnaire exerce ses droits et remplit ses devoirs. Le contenu de ce système n'est pas homogène : d'un côté, il n'existe pas un profil unique de l'actionnaire, Gérard Rameix ayant décrit la diversité de statuts et d'objectifs des actionnaires ; d'un autre côté, les règles du droit boursier modifient les droits et obligations des actionnaires dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé ; enfin, la position de l'actionnaire dans la société diffère selon sa qualité de majoritaire, de minoritaire, de dirigeant ou d'associé unique. Dans cet ensemble hétérogène apparaissent des points communs à tous les actionnaires, mis en lumière par l'ensemble des contributions. Ces points communs, à nos yeux, sont au nombre de quatre : le rapport de l'actionnaire au profit social (**I.**), à l'intérêt social (**II.**), à la direction générale (**III.**), et à la société elle-même (**IV.**). Ces quatre points seront abordés successivement avant un mot final sur les actionnaires « activistes » (**V.**).

I. LE RAPPORT DE L'ACTIONNAIRE AU PROFIT SOCIAL

L'actionnaire investit pour partager le profit résultant de l'activité de la société, selon l'article 1832 du Code civil ; ce texte est conservé sans modification par la loi Pacte du 22 mai 2019¹. Comment les actionnaires appréhendent-ils la recherche du profit social et son partage ? Nombre d'actionnaires, même dans les sociétés cotées, conservent leurs titres dans l'attente, parfois longue, d'un gain en dividendes ou en plus-value. D'autres actionnaires poursuivent un profit maximal à court terme ; on leur en fait parfois le reproche. En vérité, leur quête est légitime et le reproche est dépourvu de fondement car aucun texte n'interdit le profit maximal à court terme – ni l'article 1832 précité, ni aucun autre texte.

D'autres actionnaires entendent réaliser un investissement socialement responsable dans une société qui donne des réponses à des enjeux sociaux, sociétaux, environnementaux et/ou climatiques : en somme, des réponses à des préoccupations d'intérêt général. Mais parmi eux, pas d'unanimité. Les uns attendent de la prise en considération de ces enjeux une amélioration de l'image de la société et de ses résultats. D'autres mettent sur un même plan la recherche et le partage du profit social et la réponse à ces enjeux. D'autres enfin considèrent que la mission

1. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, JO 23 mai 2019.

première de la société consiste à répondre à ces enjeux, le profit étant là pour financer les moyens de ces réponses. Ces questions ont été développées par Gérard Rameix et Jean-Jacques Ansault.

Ces divergences entre actionnaires relatives à leur relation au profit social et son partage se répercutent sur l'intérêt social. Ce qui conduit à examiner le deuxième rapport : le rapport de l'actionnaire à l'intérêt social.

II. LE RAPPORT DE L'ACTIONNAIRE À L'INTÉRÊT SOCIAL

L'intérêt social est une notion centrale au regard de l'activité de la société, des relations entre actionnaires et de la responsabilité des dirigeants. Or il n'existe pas une définition de l'intérêt social. La loi n'en livre pas, étant observé que les rédacteurs de la loi Pacte précitée ont pris soin de s'abstenir de toute définition. Les tribunaux jugent au cas par cas et la doctrine ne dégage aucun consensus.

Cette absence de définition est normale et saine. En effet, l'intérêt social ne peut pas être une notion générale et abstraite que l'on appliquerait indistinctement à une société unipersonnelle, à une société non cotée, à une société cotée, à une société de services, à une société industrielle ou financière. Il n'y a pas *un* intérêt social, il y a l'intérêt de chaque société.

Ce qui soulève la question : qui détermine l'intérêt de la société ? La réponse est connue : les actionnaires et les organes dirigeants. Les actionnaires votent en assemblée générale, et lorsqu'ils adoptent ou rejettent une résolution, ils expriment par là-même leur vision de l'intérêt de leur société. Ces actionnaires peuvent, s'ils le souhaitent, assigner à leur société une finalité complémentaire d'intérêt collectif pour répondre à l'un ou l'autre des enjeux précités. Ils peuvent aussi intégrer dans leurs statuts une « raison d'être »². Ils peuvent encore décider de qualifier leur société en « société à mission »³. Cependant les pouvoirs des assemblées générales sont limités : elles ne disposent que des pouvoirs qui leur sont expressément attribués⁴ par la loi. Or ces pouvoirs légaux ne s'étendent pas à la gestion de la société, laquelle appartient aux organes dirigeants : d'une part, le conseil d'administration qui, selon la loi, détermine les orientations de l'activité de la société et d'autre part, la direction générale, qui assure la gestion des actifs et passifs sociaux. Ces deux organes, par leurs décisions d'orientation et par leur gestion, expriment leur vision de l'intérêt social. Les actionnaires contrôlent, plus ou moins, l'action de ces organes.

Il y a donc un partage du pouvoir de déterminer l'intérêt social qui s'opère entre les assemblées générales et les organes dirigeants. Partage : ce qui signifie possibilité de contradiction, de contrariété, d'opposition, de divergence voire de conflit. À de nombreuses reprises lors de ce colloque, les orateurs ont évoqué l'intervention du juge et la « judiciarisation » de l'activité sociale. Il apparaît inapproprié de confier au juge, saisi par des actionnaires, des dirigeants sociaux, des

2. Art. 1835, Code civil.

3. Art. L. 210-10 et s., Code de commerce.

4. Art. L. 225-35, Code de commerce.

« parties prenantes » ou des ONG, le pouvoir d'arbitrer l'intérêt d'une société. Ce n'est pas son office : il juge la légitimité des actes et des comportements mais ne professe pas l'orientation des activités de la société et sa gestion. La solution, pour déterminer l'intérêt social, réside dans la reconnaissance du pouvoir des assemblées générales et des dirigeants et dans le partage loyal entre eux de ce pouvoir. Le juge sanctionne la déloyauté ou la faute dans l'exercice de ce pouvoir partagé. Ce partage lui-même provoque une troisième question : le rapport de l'actionnaire aux dirigeants.

III. LE RAPPORT DE L'ACTIONNAIRE AUX DIRIGEANTS

Dans les petites et moyennes entreprises, il y a une forte proximité entre l'actionnaire – souvent majoritaire – et le dirigeant, lequel est fréquemment l'actionnaire majoritaire. Proximité accentuée dans les sociétés par actions simplifiées unipersonnelles – quatre cent mille exercent en France – dans lesquelles le dirigeant applique la politique de l'actionnaire unique. On rencontre aussi des actionnaires professionnels, dans des sociétés déjà plus importantes, qui sont en mesure, par une convention, d'exercer une forte influence sur la direction de la société.

En revanche, dans les grandes entreprises, celles qui ne sont pas contrôlées par un groupe majoritaire et dont l'actionnariat est fortement dilué, une distance de plus en plus importante, soulignée par Caroline Ruellan, apparaît entre les actionnaires et les dirigeants, pour deux raisons principales. La première tient à la composition du conseil d'administration. Le conseil des grandes entreprises comprend non seulement des représentants des actionnaires, mais aussi des représentants des salariés et des représentants des salariés actionnaires, ainsi que des administrateurs « indépendants ». De plus, les conseils d'administration s'entourent de divers comités dans lesquels l'actionnaire n'a pas place. La seconde raison tient à une certaine indépendance des dirigeants et directeurs exécutifs dans l'exercice des pouvoirs très étendus qui la loi leur attribue. La Cour de cassation, dans un arrêt du 18 septembre 2019⁵, tire de cette indépendance le constat que les dirigeants représentent la société et non les actionnaires. Ajoutons que, dans l'exercice de la gestion, les dirigeants sont soumis à des contraintes extérieures : contraintes qui émanent des institutions représentatives du personnel et des syndicats ou d'autres « parties prenantes », qui émanent aussi d'organisations non gouvernementales et autres mouvements militants, et/ou qui émanent de l'État comme on l'a observé récemment dans les mesures concernant Air France et Renault.

Du fait de leur indépendance, de leurs pouvoirs et des contraintes externes, les dirigeants acquièrent une vision qui leur est propre de l'intérêt de la société, qui les distancie des actionnaires. Une illustration saisissante a été donnée par Pierre-Yves Chabert qui a commenté avec beaucoup d'habileté la loi Florange⁶ : cette

5. Com., 18 sept. 2019, n° 16-26.962.

6. Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, JO 1^{er} avr. 2014, p. 6227.

loi autorise les dirigeants à prendre les mesures propres à faire échouer une OPA au nom de l'intérêt de la société, alors même que ses actionnaires trouveraient avantage à répondre l'offre. Cette distance a été revendiquée par un dirigeant lui-même dans son pourvoi⁷ contre un arrêt rejetant sa demande en dommages-intérêts pour révocation sans juste motif. L'assemblée générale l'avait révoqué au motif d'un désaccord sur la gestion des affaires sociales. Ce dirigeant avance que « le directeur général de la société anonyme est un organe de la personne morale, doté d'un statut légal, qui se caractérise par une certaine indépendance, en particulier à l'égard des actionnaires. L'adhésion aux vues de l'actionnaire majoritaire ne constitue dès lors pas une obligation inhérente au mandat social dont la méconnaissance rendrait impossible le maintien en fonction du dirigeant ». On sait cependant que, en cas de désaccord entre le dirigeant et les actionnaires, ceux-ci peuvent le révoquer ; ils ont le dernier mot.

IV. LE RAPPORT DE L'ACTIONNAIRE À LA SOCIÉTÉ

Ce rapport concerne le droit de rester en société et d'en sortir.

Le droit de rester en société a longtemps été reconnu comme fondamental. Il fut malmené en 1993 par l'institution du retrait obligatoire⁸, qui permet aux actionnaires majoritaires dans les sociétés cotées d'exproprier les minoritaires ; cette faculté d'expropriation a été élargie par la loi Pacte précitée. De même, les clauses d'exclusion, de plus en plus répandues, sont vues sans défaveur par les tribunaux. Quant au sort des actionnaires dans les entreprises en difficulté, Hélène Bourbouloux a exposé dans quelles hypothèses on pourrait se passer d'eux ou les exclure pour imposer un plan de restructuration. À l'exclusion s'apparente dans une certaine mesure la dilution : le droit préférentiel de souscription ne protège que partiellement l'actionnaire de ce risque.

Quant au droit de sortir, il s'exerce aisément dans les sociétés cotées puisque le marché procure la liquidité ; lorsque celle-ci fait défaut en raison de la détention de la presque totalité du capital en une main, la loi boursière entrouvre un droit de retrait⁹. En revanche, dans les sociétés non cotées, il n'y a pas de droit de retrait : c'est souvent la prison ; peu d'investisseurs acceptent d'acquiescer une participation minoritaire dans ces sociétés, s'ils ne peuvent obtenir, par une convention conclue au moment de leur entrée, la garantie de sortir. Certains militent depuis longtemps pour l'institution d'un droit de retrait dans les sociétés anonymes comme il en existe un dans les sociétés civiles. Mais en vain car on répond que l'exercice de ce droit pèserait trop lourd sur les finances de la société ou de l'actionnaire majoritaire, sans que l'on veuille considérer que, dans les sociétés cotées, ce poids est jugé supportable en cas de retrait obligatoire ou d'OPA imposée à 100 % du capital.

7. Com., 5 juillet 2016, n° 14-23.904.

8. Loi n° 93-1444 du 31 déc. 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

9. Art. L. 434-4-I, Code monétaire et financier et Art.236-1, règlement général AMF.

V. LES ACTIONNAIRES ACTIVISTES DANS LEUR RAPPORT À LA PLACE DE PARIS

Ces actionnaires recherchent le profit. Ils ont investi en études et analyses et souvent en actions de la société qu'ils visent. Ils contestent la gestion de cette société, sa gouvernance, ses états financiers, et proposent des solutions pour répondre à la situation qu'ils dénoncent. Leurs moyens d'action sont connus : ils négocient d'abord confidentiellement avec les dirigeants ; si les négociations échouent, ils lancent une campagne publique pour rallier les actionnaires actuels ou potentiels, et finalement ils tentent d'emporter en assemblée générale une décision adoptant leurs propositions. Benjamin Kanovitch a exposé les réserves suscitées par la communication des activistes et appelle à une régulation spécifique.

Les activistes sont mal accueillis par les dirigeants des émetteurs et par la place de Paris. En l'espace de quelques mois, cinq prises de position ont émergé : l'une de l'Association française des entreprises privées¹⁰ ; une autre de la Commission des finances de l'Assemblée nationale¹¹ ; une autre du Club des Juristes¹² ; une autre de Paris Europlace¹³ ; et finalement une communication de l'Autorité des marchés financiers¹⁴ commentée avec précision par Anne Maréchal. Ces documents contiennent principalement deux reproches adressés aux activistes. Selon le premier, ils adopteraient un comportement préjudiciable à la transparence, à la loyauté et au bon fonctionnement du marché. Si tel est le cas, le régulateur peut appliquer les sanctions prévues à l'encontre de tout actionnaire qui adopterait le même comportement. À ce propos, l'Autorité des marchés financiers a publié récemment un communiqué pour annoncer que, après quatre années d'enquête, elle avait décidé de ne pas poursuivre un activiste devant sa commission des sanctions¹⁵.

Le second reproche formulé dans ces documents avance que les activistes auraient pour objectif de réaliser des profits à court terme aux dépens de la création de valeur à long terme. Cet objectif n'est pas interdit par la loi. À l'opposé, il ne faudrait pas que l'invocation du « long terme », générateur de risques de pertes, offre un refuge à ceux dont la gestion ne produit pas de profit à court ou moyen terme. Qui juge de ce que les propositions avancées par les activistes créeraient des profits à court terme aux dépens de la création de valeur à long terme ? Ce

10. Position « Activisme actionnarial », déc. 2019, Association française des entreprises privées.

11. Rapport d'information enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 2 octobre 2019 et élaboré par la Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial, avec pour co-rapporteurs MM. Éric Woerth et Benjamin Dirx.

12. Rapport « Activisme actionnarial », novembre 2019, groupe présidé par M. Michel Prada, avec pour rapporteur Me. Benjamin Kanovitch.

13. Groupe de travail « Gouvernance actionnariale et pratique de marché », 6 janv. 2020, Paris Europlace.

14. Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, avr. 2020.

15. Communiqué de l'AMF, « L'Autorité des marchés financiers (AMF) clôture l'enquête ouverte le 12 février 2016 portant sur l'information financière et le marché des titres CASINO et RALLYE et sur les agissements de la société MUDDY WATERS CAPITAL », 17 déc. 2019.

jugement relève du pouvoir des dirigeants et des actionnaires : ce débat concerne l'intérêt de leur société, et non la place de Paris. Il serait dommageable que sa levée de boucliers contre les activistes fasse de cette place un lieu étriqué où règne l'entre soi.

★
★ ★

Le rapport de synthèse a tenté de décrire la situation actuelle. Aujourd'hui se développe un courant de pensée, évoqué par tous les orateurs, qui entend assigner, aux grandes entreprises et peut-être à toutes, un rôle sociétal d'intérêt collectif ou général.

À cette fin, ce mouvement de pensée revendique la dissociation du capital et du pouvoir, c'est-à-dire éloigner l'actionnaire du pouvoir. Il réclame également la dissociation du capital et du profit, c'est-à-dire éloigner l'actionnaire du profit partageable. La mise en œuvre de ces revendications structurelles suppose ou bien une loi qui les impose, ou bien une décision des actionnaires qui les accepte.

PARTIE II
L'ENTRETIEN
DE LA REVUE DROIT
& AFFAIRES

ENTRETIEN AVEC MONSIEUR CHRISTOPHE ARNAUD DIRECTEUR JURIDIQUE DE LA BANQUE DE FRANCE

Propos recueillis¹ par

Sébastien Caciano, Président de l'Association Droit & Affaires

Mélinda Benhaïem, Rédactrice en chef de la Revue Droit & Affaires

N.B. Afin de ne pas dénaturer la nature des propos, le style oral a volontairement été conservé.

★
★ ★

Christophe Arnaud est diplômé de Sciences Po Bordeaux et titulaire d'un DEA de droit européen de l'Université Montesquieu. Entré en 1993 à la Banque de France *via* le concours d'adjoint de direction, il intègre la direction des services juridiques sur les sujets relatifs à la préparation de l'Union économique et monétaire. Il devient ensuite chef de la section droit civil et commercial du service juridique du secrétariat général de la Commission bancaire. En 2001, il est détaché auprès de la direction juridique de la Banque des États d'Afrique centrale dans le cadre d'un programme de la Banque mondiale pour le développement des systèmes de paiement dans la CEMAC. À partir de 2003, il devient chef du service juridique du secrétariat général du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissements, jusqu'à la création de l'Autorité de Contrôle Prudentiel. En 2011, il devient chef du service du droit institutionnel et social à la direction des services juridiques de la Banque de France, puis adjoint du directeur, et directeur à partir de juin 2018. Il est membre du comité juridique de la BCE, du Haut comité de place pour le droit financier et du Cercle Montesquieu, et chargé de cours à l'université Paris II Panthéon-Assas sur les infrastructures post-marché.

1. Propos recueillis le mercredi 23 septembre 2020 dans les locaux de la Banque de France. La Revue Droit & Affaires n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette interview, ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Plusieurs mesures de refinancement à destination des entreprises ont été mises en place lors de la crise Covid-19. En quoi ces mesures, protéiformes, sont-elles apparues comme étant les plus à même de servir les besoins de l'économie réelle pendant la crise sanitaire ? Lors de leur mise en place, comment la période d'après-crise a-t-elle été envisagée ?

Il faut d'abord avoir en tête un certain nombre d'éléments. Il y a à peu près quatre cents milliards de crédits interentreprises dont le dénouement est assuré par l'activité courante tous les mois. Les entreprises comptent sur le chiffre d'affaires qu'elles font pour pouvoir régler ce flux mensuel. À partir du confinement, en mars 2020, ces flux ont été largement taris. On a donc eu un choc de trésorerie extrêmement important.

C'est pour cela que la réaction a en fin de compte été assez identique dans tous les pays européens, avec une volonté d'assurer la trésorerie des entreprises au travers de divers dispositifs : les prêts garantis par l'État, pour la trésorerie des entreprises à proprement parler ; et le soutien aux ménages avec le dispositif de chômage partiel qui était conçu pour décharger les entreprises des questions de paiement de leurs salariés. Dans la mesure où les prêts garantis par l'État ne constituent pas une aide directe de l'État, mais bien une incitation du secteur bancaire à assumer son rôle de soutien à l'économie, il fallait veiller à ne pas faire peser sur ledit secteur le risque de crédit. Pour soutenir le secteur bancaire, ont été ainsi prises des mesures telles que le TLTRO 3, l'acceptation du *commercial paper* etc., pour permettre le refinancement des créances qui étaient nées de ces prêts garantis et de ces avances de trésorerie.

Finalement, le dispositif qui a été mis en place était assez complet, et intelligent. D'ailleurs, si la garantie accordée par l'État est « inconditionnelle et irrévocable », c'était aussi pour pouvoir remplir les conditions posées pour leur éligibilité en tant que collatéral auprès de la Banque centrale européenne. Ainsi, non seulement ces prêts pouvaient faire l'objet de mesures de politiques monétaires directes – *via* le TLTRO 3 par exemple dans la fourniture de refinancements Banque centrale sur les prêts ciblés à l'économie –, et pouvaient être utilisés à titre de collatéral pour les opérations classiques de refinancement auprès de la Banque centrale.

La Banque de France a été pleinement impliquée dans la gestion des prêts garantis par l'État de deux façons. En premier lieu, par notre réseau de succursales d'un côté, et par la Direction des entreprises et la gestion des grands fichiers de l'autre, la Banque dispose d'un grand nombre d'informations sur le tissu économique. Ces informations ont été mises à la disposition des autorités pour pouvoir calibrer les dispositifs, et il y a eu une vraie collaboration en ce sens avec les services de Bercy. En second lieu, le dispositif de médiation du crédit a été activé pour permettre aux PME et TPE d'avoir accès au crédit et de résoudre les difficultés avec leur banquier. Il y a eu beaucoup d'actions individuelles – même si par rapport au nombre de prêts accordés, cela semble être une goutte d'eau.

Après, effectivement, ce caractère inconditionnel et irrévocable est un engagement fort de l'État, et la question de la sortie du dispositif va être une question complexe. Est-ce que l'État qui a accepté d'être en bas de la liste des créanciers chirographaires souhaitera rehausser sa garantie à un moment, transformer cette

garantie en autre chose – en une participation directe ? C’est un certain nombre de débats politiques qui n’ont pas encore été tranchés, et qui se poseront en premier lieu pour le maintien du dispositif.

La grande crainte au niveau européen est le maintien des « entreprises zombies », c’est-à-dire des entreprises qui, crise ou pas, n’avaient pas un *business model* leur permettant de perdurer dans le temps, et qui connaîtraient, par ces dispositifs de fourniture de trésorerie en raison de la crise, un effet d’aubaine alors même que leur activité est condamnée. Il est vrai qu’il y avait une conditionnalité sur les prêts garantis par l’État qui permettait d’éviter ce phénomène, mais à moyen terme, il y aura peut-être un criblage à faire entre le maintien de soutiens – sous quelle forme ? – à des entreprises viables, et les autres pour lesquelles il faudra arrêter cette « perfusion » qui relève plus de l’acharnement. En d’autres termes, les prêts garantis par l’État peuvent être prolongés, mais ils doivent être remboursés un jour ou l’autre.

Pour le moment, on est encore au cœur de la gestion de la crise. On va avoir bientôt les dispositifs européens qui vont s’ajouter aux dispositifs nationaux, avec notamment le plan de relance européen. Pour l’heure, il est encore un peu tôt pour voir les dispositifs de sortie, et on n’a pas suffisamment de visibilité sur l’évolution des entreprises concernées pour élaborer le « timing » de cette sortie.

Au cœur de la crise sanitaire, des mesures prudentielles ont été mobilisées et/ou assouplies dans leur application, avec l’objectif clair de favoriser la liquidité du marché et de maintenir la capacité des établissements bancaires à financer l’économie.

Que penser des moyens – suspension ou report de l’application de certaines règles, recours à la *soft law* pour imposer une règle de *droit dur*² – utilisés pour assurer la liquidité du marché ? La fin justifie-t-elle les moyens en quelque sorte ?

C’est un point effectivement important. La crise était inattendue, et violente dans ses effets. On rappellera que, même avec les corrections, les reprises – en aile d’oiseau –, on sera quand même pour 2020 avec une baisse du PIB de l’ordre de 8,7 %³. Il s’agit tout de même d’un choc brutal.

La caractéristique de cette crise est qu’elle est très clairement une crise de l’offre : on a bloqué le fonctionnement des entreprises. Ce n’est pas une crise financière, car il n’y a pas du tout d’inquiétude, à moyen terme, sur le fonctionnement du secteur financier. Certes, il ne faut pas se voiler la face : toute crise économique a nécessairement dans la durée des répercussions sur la qualité du crédit, donc sur les bilans des intermédiaires financiers. Mais, pour le moment, on n’en est très loin. De surcroît, nous sommes face à un secteur bancaire et financier qui était très nettement assaini depuis la crise de 2008, et qui a connu un fort

2. V. en ce sens, Th. Bonneau, « Covid-19 - Distribution des dividendes, financement de l’économie par les entreprises bancaires et État de droit » RD bancaire et fin., n° 4, juill. 2020, repère 4.

3. Banque de France, « Point sur la conjoncture française à fin août 2020 », 14 sept. 2020.

renforcement de ses fonds propres. Il faut bien voir qu'il n'y avait pas de problème de stabilité financière, à court et moyen termes avant la crise sanitaire. Dès lors, il fallait élaborer un dispositif pour permettre aux mécanismes naturels de financement de l'économie de continuer à jouer, tout en ne faisant pas porter tout le poids sur les établissements de crédit et le secteur financier. C'est pour cela qu'on a essayé d'élaborer une réponse protéiforme et proportionnée.

Cette réponse s'est échelonnée en trois étapes. Lors de la première étape, les régulateurs bancaires et financiers ont utilisé les dispositifs qui étaient dans leur mandat et la flexibilité que leur accordait la réglementation, pour amoindrir l'impact des nouvelles mesures de financement qu'on demandait aux établissements de crédit de mettre en place sur les bilans de ceux-ci – c'est par exemple le cas de la révision des coussins contra-cycliques. La deuxième étape a visé des mesures un peu plus générales, dont l'objectif était un meilleur mix sur les politiques publiques. Cela visait des dispositifs plus généraux et dérogatoires, comme par exemple lorsqu'on a décidé de modifier l'application de l'article 500 du CRR, en assouplissant la règle de calcul des fonds propres. Enfin, la troisième étape a été de prendre acte d'un certain nombre de messages forts, qui restent des mécanismes de *soft law*. On est là dans une politique qui fait en sorte que les fonds propres des établissements de crédit soient les moins impactés possible par la gestion de cette crise de trésorerie des entreprises, sans pouvoir, de l'autre côté, distribuer des dividendes mais bien plutôt incités à veiller au renforcement des fonds propres. Ces messages qui ont été passés relèvent effectivement de la *soft law*, sans possibilité de sanction dans un premier temps.

Par ailleurs, une autre caractéristique générale de tous ces dispositifs est leur caractère temporaire. Ce qui a bien été dit aux établissements est que l'on prend des mesures à caractère temporaire, qui ne peuvent durer que tant que durera cette crise de trésorerie dont on a bien l'intention de sortir. Et si on a retardé une fois de plus – d'un an – la mise en œuvre des nouveaux accords de Bâle, c'est dans cette optique : il s'agit de passer le cap de la crise, mais ce n'est pas le « *new normal* ». Le *new normal*, c'est lorsque le courant de la supervision reviendra à l'infrastructure réglementaire. Il s'agit seulement d'éviter une dégradation artificielle des fonds propres, le temps des circonstances exceptionnelles. Si après, à la sortie de la crise, on constate qu'il y a eu une dégradation de la situation des entreprises, et qu'il y a un besoin des établissements financiers de reconstitution des fonds propres, on retournera vers les critères normaux, et les établissements seront obligés de reconstituer leurs fonds propres – ce qui pourrait par exemple impliquer de poursuivre et d'approfondir la restructuration de l'industrie financière européenne, avec peut-être des regroupements, en veillant à la façon dont les banques peuvent se muscler et fusionner pour avoir d'avantage accès à des ressources. Pour le moment, le cap de la crise doit être passé : lorsqu'on en sortira, les compteurs ne seront pas remis à zéro. Les dispositifs prudentiels antérieurs reprendront leur cours avec éventuellement les conséquences que la crise aura pu avoir sur les bilans bancaires et qui apparaîtront alors et devront être pris en compte.

Dans un communiqué du 29 juillet 2020, la BCE annonçait des changements d'organisation visant à renforcer la supervision bancaire. La crise

Covid-19 a-t-elle révélé des lacunes et/ou insuffisances des outils liés à la supervision macro- et micro-prudentielle instaurés depuis la crise économique de 2008 ?

En premier lieu, il faut remarquer que la réponse des autorités européennes en général, et de la BCE en particulier, a été beaucoup plus rapide et plus structurée qu'en 2008. Ce qui avait conduit à la création de l'Union bancaire après 2008, ce sont deux éléments essentiels : le premier était de décorréliser la résilience financière des banques de celle des États-membres, pour arrêter de transformer une crise bancaire en une crise budgétaire ; le second était d'assurer une meilleure cohérence des règles applicables au secteur.

On voit bien que sur ces deux points, l'Union bancaire a plutôt bien fonctionné, car – j'ai envie de dire – ça n'a pas eu à fonctionner... En effet, lors de la crise Covid-19, la BCE a mis très rapidement en place un programme de fourniture de liquidité extrêmement conséquent (750 puis 1.350 milliards d'euros en juin, *via* le PEPP), et les mesures prises au niveau des États ont été également fortes et diverses, et ont permis de face au choc. De ce fait, la crise ne s'est pas propagée à la sphère financière et les dispositifs Union bancaire n'ont pas eu à être activés. Les deux premiers piliers de l'Union bancaire – la supervision unique *via* le MSU (ou SSM en anglais) et la résolution unique *via* le MRU – ont été achevés et fonctionnent. L'Union a été parachevée à la fin de l'année dernière, en 2019, avec la mise en place du filet de sécurité commun, le *common back-stop*, sur le Fonds de résolution unique (« FRU »). Une des conséquences de la crise est que l'on va mettre en place le *back-stop* beaucoup plus rapidement que prévu, puisque la cible est maintenant la fin 2021. Ce filet de 68 milliards d'euros à terme double la capacité d'intervention du FRU. Le troisième pilier de l'Union bancaire qui reste à mettre en place est le système de garantie des dépôts. On peut espérer qu'il y aura en la matière la même mécanique, avec une réduction du clivage entre pays du Nord et pays du Sud de l'Europe, qui seront davantage incités à trouver une solution. Les accords trouvés, notamment sur le plan de relance, montrent qu'il y a une possibilité en ce sens. En effet, le problème du Fonds de garantie des dépôts était essentiellement de trouver son mode de financement et la répartition de son financement. Or, dès lors que les États-membres ont réussi à se mettre d'accord sur le plan de relance, on ne voit pas pourquoi dans un mécanisme finalement intellectuellement similaire, il y aurait accord d'un côté et pas de l'autre. Une solution devrait être trouvée, même si ces mécanismes sont juridiquement totalement différents dès lors que la situation exceptionnelle de la crise sanitaire a déverrouillé le jeu.

À titre personnel, j'ai le sentiment que l'un des éléments sur lequel il reste à travailler en matière d'Union bancaire est la fragmentation du marché. On voit bien qu'il y a encore des différences réglementaires entre les États membres qui sont à la fois le fruit et le soutien des différences dans les marchés, avec des différences d'habitude. Il faut trouver les points de convergence pour pousser à une consolidation du secteur bancaire au niveau européen. À cet égard, les établissements français (dont plusieurs sont G-SIB) ont un rôle à jouer.

Dans le fonctionnement institutionnel lui-même, il faut laisser le SSM travailler, et le laisser poursuivre sa construction, voire son acculturation, pour parvenir à une culture de la supervision bancaire européenne, qui s'élabore petit à petit – je pense à cet égard et très prosaïquement aux *joint teams* créées pour suivre les établissements. En cela, le rapprochement entre la supervision des secteurs bancaire, financier et assurantiel semble prématuré en Europe : on ne regarde pas la même chose dans le bilan d'une banque que dans le bilan d'une assurance. Certes la France l'a fait en mettant dans la même institution, l'ACPR, la supervision assurantielle et la supervision bancaire, mais la situation était peut-être suffisamment mature en France, qui avait alors la possibilité de rapprocher les deux secteurs qui connaissent une grande porosité. Il y avait une logique à le faire mais au niveau européen, digérons le SSM, musclons son contrôle – ce qui semble bien parti, car ça fonctionne et ça résiste –, donc achevons cette étape avant de penser à aller plus loin.

Ce qui est sans doute plus intéressant aujourd'hui est de travailler et de relancer la CMU, l'Union des marchés de capitaux, un peu laissée de côté. On voit bien qu'il y a sans doute un problème d'accès au financement. Il y a sans doute une nécessité de travailler sur le marché unique des capitaux, et essayer de renforcer les circuits de financement et de fourniture de capitaux à l'économie.

Plus généralement, comment se sont manifestées la solidarité économique et la coopération européennes dans la gestion des effets économiques de la crise Covid-19 par rapport à la crise financière de 2008 ?

Le bilan est positif, notamment en comparaison avec la crise de 2008. En 2008, en ne parlant que de la réaction des autorités financières, il s'est passé un certain temps avant qu'un front commun et que des actions coordonnées n'apparaissent. Ce n'est que lorsque le G20 a été activé et s'est saisi de la crise au niveau des chefs d'État et des gouvernements qu'il y a eu coordination. Lorsque la crise obligataire a commencé à pointer son nez en Europe, il y a eu également un mouvement, mais avec un petit temps de retard. Cette fois-ci, dans cette crise Covid-19, qui n'est pas financière au départ, la réaction des autorités financières a été beaucoup plus rapide – et cela aurait été, à mon sens, aussi le cas si la crise avait été financière. Il y avait déjà les instances de coordination et les instruments pour répondre aux besoins. Ce que je trouve très intéressant est la rapidité d'action de la BCE, et l'articulation avec les politiques budgétaires. En effet, à la fin d'année 2019, dans son premier discours, Christine Lagarde a développé l'idée que les banques centrales ne peuvent pas tout faire, et qu'il fallait que les États s'impliquent davantage : on a complètement dépassé ce point aujourd'hui. Ce n'est pas l'un après l'autre, l'un au-dessus de l'autre, ou encore l'un sans l'autre : c'est l'un *avec* l'autre. L'imbrication s'est faite, et a relativement bien fonctionné.

Sur les terrains de la politique monétaire et de la supervision financière donc, il y a eu un relatif consensus qui s'est établi rapidement sur le diagnostic et les moyens d'action qui pouvaient être développés. J'en veux pour preuve le PEPP, qui a franchi certaines limites que la BCE s'était fixée elle-même – sur les clefs de répartition de capital, les limites d'emprise –, avec l'assentiment de toutes les

banques centrales participantes – avec tout de même un rappel des risques éventuels etc., et des positions parfois un peu nuancées. Cela a été un peu plus dur au niveau du plan de relance, car on quitte le terrain des seules banques centrales où il s'agit de matières plus techniques qui suscitent plus rapidement un consensus sur le diagnostic et les mesures à prendre. Mais le plan de relance s'est finalement mis en place : il y a eu une volonté des acteurs de travailler ensemble. Le plan de relance est le fruit d'un compromis plutôt satisfaisant, impulsé par la France et l'Allemagne. L'idée qu'il faille des mesures de soutien était acceptée par tous, y compris par les pays « frugaux » car on est sur le même marché et les principaux partenaires commerciaux les uns les autres. Après, effectivement, les gouvernements étaient un peu plus divergents sur l'appréciation de la façon dont il fallait faire les choses. L'idée que l'on fasse plus de prêt, moins de subvention, l'idée de « responsabilisation » de pays qui auraient laissé un peu filer leur déficit budgétaire jusqu'à maintenant et qui donc allaient puiser sur les réserves de financement des pays les plus vertueux, étaient des éléments qui, en l'état des opinions publiques et de leur crispation dans certains pays, étaient plus difficile à gérer. Il s'agit de questions de politique interne des différents États-membres, plutôt que de véritables divergences d'appréciation. On a donc ajusté le tout, mais finalement, on se retrouve avec une somme du plan de relance qui est quasiment celle qui avait été fixée au départ par la Commission – 1.074 milliards contre 1.100 – et avec un accord substantiel notamment sur les modalités de financement. Il faut encore que cela passe au Parlement européen.

Sur un tout autre terrain, ces dernières années ont été riches en termes de décisions rendues, par les juges européens comme nationaux, en matière de politique monétaire, avec notamment le récent arrêt de la Cour suprême allemande sur le PSPP⁴. Comment les banquiers centraux européens appréhendent-ils un tel contrôle judiciaire ?

Il y a eu effectivement un concours de décisions, mais nous restons dans l'architecture juridique classique avec des éléments qui existaient déjà, mais qui n'avaient pas eu l'occasion de s'exprimer auparavant. Cette architecture juridique est évidemment une bonne chose. D'abord, intrinsèquement, la différence entre la barbarie et la civilisation est l'État de Droit – les dictatures ont des contraintes financières, mais n'ont pas de contraintes juridiques : c'est ce qui fait toute la différence. Je crois que cet élément est complètement intégré dans la construction européenne, au niveau des institutions européennes – la Commission, le Conseil etc. – et de la BCE. La BCE veille profondément à respecter son mandat. En tant que membre du Comité juridique de la BCE, on est toujours interrogé, lorsqu'il y a une nouvelle politique de la BCE qui est menée, sur le respect des Traités et le respect des mandats. Est-ce qu'on est bien dans le cadre juridique, dans la compétence certes exclusive mais d'attribution qui a été dévolue à la BCE ? C'est un souci permanent. À côté de la nécessité d'efficacité, de pertinence, les notions de

4. Bundesverfassungsgericht, 5. Mai 2020.

proportionnalité des mesures et de respect des mandats sont donc absolument essentielles et ont toujours été à l'esprit. C'est aussi pour cela que la BCE a finalement résolu assez rapidement, et pour cette fois – car peut-être que l'histoire n'est pas encore terminée –, la crise qui aurait pu se nouer après la décision du tribunal de la Karlsruhe, car elle avait tout simplement les moyens de répondre, et qu'elle n'a pas été prise de court par les questions qui avaient déjà été posées et auxquelles une réponse avait été apportée. Il n'y a pas eu de difficulté à externaliser les travaux qui avaient été faits, déjà, par la BCE sur le sujet.

Le contrôle par les juges est tout à fait légitime, mais plus encore il est nécessaire, à deux niveaux. Il va d'abord fixer et délimiter un cadre : on l'a vu sur les arrêts *Weiss*⁵ et *Gauweiler*⁶. Lorsque la BCE a expérimenté de nouveaux instruments qui pouvaient questionner les notions de financement monétaire, la Cour de Justice a donné des indications, et a pu guider les façons dont la BCE pouvait progresser et élaborer ses propres raisonnements. Cela semble être une collaboration absolument essentielle, et qui va se poursuivre car on se doute que les autres programmes vont faire eux-mêmes l'objet de recours. Donc, en premier lieu, le contrôle par les juges permet de renforcer la pertinence des arguments développés par la Banque centrale. Ensuite, il renforce l'unité du dispositif. La BCE relève de la compétence des tribunaux européens, qui assurent la cohérence de ses positions. C'est un point important, et la crise provoquée par la cour de Karlsruhe est, à ce niveau-là, ce petit coin enfoncé dans le dispositif qui dit que la compétence des institutions européennes provient d'une décision de nature constitutionnelle allemande. Dès lors, si la cour constitutionnelle allemande estime que les conditions de la légitimité de la décision du peuple allemand d'avoir consenti un abandon de compétence ne sont plus réunies, il lui appartient d'inverser la hiérarchie des normes du fait que le contrat initial de transfert a été rompu, en ne faisant plus passer en tête les normes européennes par rapport aux normes nationales. Mais ce n'est pas ainsi que le système global a été conçu. Il n'est pas possible d'avoir un examen national sur des politiques européennes qui sont elles-mêmes soumises à un juge, et de venir, par une décision d'une juridiction nationale, annuler le raisonnement de la juridiction européenne. C'est là qu'on a vraiment le cœur du problème. Ce qu'a dit par ailleurs la Karlsruhe est qu'il fallait qu'il y ait une justification de la proportionnalité des mesures liées au PSPP, et que cette justification devait être rapportée par la Bundesbank au Parlement, représentant la souveraineté du peuple allemand, qui avait lui-même consenti « l'abandon » d'une partie de ses compétences dans le cadre de l'Union européenne. Il était hors de question que le Conseil des gouverneurs de la BCE reprenne une décision pour répondre à la cour allemande : a simplement été ressorti l'argumentaire qui avait servi à élaborer le PSPP, relatif, justement, à sa proportionnalité et aux effets qu'il pouvait avoir. Cet argumentaire avait d'ailleurs déjà été donné à la CJUE avant qu'elle ne rende son arrêt *Weiss*. On a donc autorisé la Bundesbank à présenter ces arguments au Bundestag, qui a considéré qu'effectivement il avait eu les éléments nécessaires à l'examen de la pertinence des décisions. Pour l'avenir, on n'a pas tout à fait résolu le problème

5. CJUE, Grde ch., 11 déc. 2018, *Weiss*, n° C-493/17.

6. CJUE, Grde ch., 16 juin 2015, *Gauweiler*, n° C-62/14.

de fond : on a résolu la question du PSPP, mais pas le fait que la Cour constitutionnelle allemande pouvait inverser la hiérarchie des normes. Il reste toujours ce petit point d'accroche, et cette question va peut-être de nouveau se poser : le PEPP fait aujourd'hui l'objet d'un recours de l'AfD devant les tribunaux allemands.

Quels sont les objectifs et lignes directrices de la récente « *European Payments Initiative* » en matière de système de paiement ? Pourquoi une telle initiative aujourd'hui ?

Il s'agit d'une initiative privée, de seize banques de la zone européenne, dont six banques françaises – BNP, BPCE, Crédit Agricole, Crédit mutuel, la Banque Postale et la Société Générale – qui veulent lancer un nouveau système de paiement européen unifié s'appuyant sur le paiement instantané. Les autorités bancaires et économiques appuient l'initiative, qui a un double objet. D'un côté, il s'agit de parachever – on pourrait même dire créer – un véritable marché unique du paiement de détail en Europe. Existe effectivement la SEPA, qui a été mise en avant, promue, avec la mise en place d'instruments, mais il y a encore des différences entre les marchés. Il manque une brique : cette initiative vient donc compléter un véritable marché unique des paiements de détail en Europe. De l'autre côté, il s'agit d'accroître l'autonomie de l'Union européenne vis-à-vis des opérateurs sur le marché des paiements de détail et qui ne sont pas européens – Paypal, Visa, Master Card, les initiatives des GAFAM qui posent quant à elles un double problème : un souci de surveillance, et un éventuel souci de stabilité financière. On cherche donc à être indépendants par rapport à ce qui se passe sur ces systèmes de paiement de détail puisque, *in fine*, les banques centrales sont toujours les prêteurs de dernier ressort : il faut bien que ces systèmes ou instruments s'écoulent dans des infrastructures connues et qu'à la fin, tout cela se règle en monnaie banque centrale. L'initiative n'est pas simplement pour la « beauté du geste », mais parce que l'enjeu de stabilité repose *in fine* sur la banque centrale. L'objectif d'établir un marché unique européen et une certaine indépendance vis-à-vis d'acteurs non-européens, ne peut être qu'appuyé.

Il est vrai que cela va de pair avec l'accroissement de la demande de paiement sans contact sur laquelle la crise Covid-19 a eu un effet de loupe. En effet, le nombre des paiements sans contact sur le marché français double déjà tous les ans depuis quelques années. Aujourd'hui, on observe une accélération dans des pays qui présentent moins une culture d'utilisation de la carte, comme l'Allemagne. Il convient tout de même de distinguer les enquêtes d'opinion, dans lesquelles les allemands se déclarent aujourd'hui très favorables au paiement sans contact, de l'utilisation effective des moyens de paiement dans les transactions réelles, où le *cash* est encore très présent. En outre, cette initiative est d'autant plus intéressante qu'il s'agit d'une initiative privée, de coordination entre grandes banques, en monnaie commerciale. On peut par ailleurs articuler cette initiative avec la fourniture de *cash* : pourquoi ne pas avoir des points de sortie de ce système pour les populations fragiles ? C'est une grande préoccupation notamment de la Banque de France, car ces populations sont moins bancarisées et ont moins accès aux instruments digitaux, donc sont caractérisées par un fort usage du *cash*. Il y a toujours

entre deux et cinq millions de personnes (selon les critères employés) en France pour qui le *cash* est, à diverses raisons, indispensables : c'est une part importante de la population, qui ne doit pas être exclue des circuits. Enfin, cette initiative s'inscrit dans l'environnement voulu par les instances mondiales. C'était sur la feuille de route qui avait été fixée par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20 d'une façon plus globale, considérant qu'il fallait promouvoir l'initiative privée en la matière. De surcroît, l'initiative répond aux normes définies au niveau des structures bâloises de réflexion sur les infrastructures de paiement.

Pourquoi la Banque de France est-elle favorable à l'élaboration d'une « Monnaie Digitale de Banque Centrale » (MDBC) ? Pensez-vous, suite aux enseignements tirés de l'expérimentation de l'euro digital, qu'une monnaie digitale à grande échelle – annoncée encore récemment par Madame Lagarde⁷ – peut/doit voir le jour ?

Il faut commencer par un rappel un peu « ancien monde » : pour le moment, les cryptoactifs ne sont pas des monnaies. Aucune des trois fonctions de la monnaie n'est correctement remplies par un cryptoactif – instrument de compte : cela reste trop aléatoire ; instrument d'échange : il y a un problème de stabilité de la valeur, de garantie en cas de fraude, de coût d'accès, d'infrastructure ; instrument d'épargne : il y a encore un problème d'instabilité intrinsèque, même pour les *stable coins* – actifs numériques reliés à un panier de monnaies, de devises, d'actifs etc. afin de les stabiliser et éviter les fluctuations des monnaies style *Bitcoins*, purement *blockchain*. On se rend d'ailleurs compte qu'avec les *stable coins*, on revient à une idée de la création monétaire plus classique, car, ce qui était très disruptif dans les cryptoactifs sur *blockchain* au départ, c'était le mode de création de la valeur. Quelle était la cause de la valeur de la monnaie ? Depuis la plus Haute Antiquité – le moment où l'agriculteur a eu besoin d'obtenir des semences avant de pouvoir user des bénéfices de sa récolte future –, la valeur de la monnaie correspond au prix du temps, et cela s'est matérialisé dans les circuits de création monétaire qui sont essentiellement ancrés sur les créances sur l'économique. À l'inverse, dans les cryptoactifs sur *blockchain*, la valeur de la monnaie, c'est le prix de la *data*, de la puissance de calcul, du mode de fonctionnement de l'algorithme. Pour le *Bitcoin* – très connu mais aujourd'hui archaïque sur le marché des cryptomonnaies –, il s'agissait de la puissance de minage et la capacité à faire tourner l'algorithme, en sachant qu'il devient de plus en plus difficile de miner et qu'il faut de plus en plus de puissance de calcul pour réussir à sortir des *Bitcoins*, et donc à être rémunéré par le fait qu'on ait réussi à faire tourner l'algorithme. Au fond, la raison pour laquelle il était si difficile d'appréhender ces instruments venait notamment de ce mode de création de valeur qui n'appartenait pas à un référentiel connu, mesurable et comparable. À chaque fois qu'on avait une confrontation de cet instrument avec les instruments classiques, on avait des ajustements de valeur qui relevaient

7. Ch. Lagarde, Intervention à la conférence en ligne de la Deutsche Bundesbank sur la banque et les paiements dans le monde digital, 20 sept. 2020.

– et relèvent toujours – de logiques spéculatives très difficiles à anticiper car ils ne sont pas liés à la même logique économique. Avec les *stable coins*, on revient à une idée plus classique de la création monétaire. Ce qu’a toujours défendu la Banque de France est que la technologie est neutre – le support et le tuyau sont neutres, il s’agit de savoir ce qu’on met à l’intérieur du tuyau et ce que représente le support. Mais ce n’est pas la technologie elle-même qui doit définir la valeur intrinsèque de l’instrument.

Pour revenir à l’examen du marché, il est clair que les Traités européens ne prévoient pas expressément une compétence de la BCE pour émettre des instruments de monnaie digitaux, mais il n’y a pas d’interdit. Et l’on s’aperçoit que ce peut être *une forme* de monnaie scripturale. D’autre part, il y a une poussée évidente du marché et de la clientèle vers des instruments plus flexibles dans leur utilisation, et qui permettent surtout une utilisation complètement neutre et transparente dans les nouveaux univers digitaux dans lesquels évoluent les clients. C’est ce qui a été vu par Facebook, lors de la création et de la promotion du Libra : sur la plateforme se crée une forme d’écosystème, un environnement totalement clos dans lequel l’utilisateur peut tout faire, sans qu’il ne s’intéresse ni à la technologie sous-jacente ni à l’instrument de paiement – carte bancaire, téléphone, cryptoactif. L’utilisateur cherche une expérience *fluide* dans ce monde digital. Dès lors, les banques centrales ne pouvaient pas s’en désintéresser. Il était important de voir quelles étaient les potentialités des instruments, et de savoir de quoi on allait parler.

C’est pour cela que la Banque de France a mené une expérience avec la Société Générale et la société Forge, dans le cadre d’un paiement dit de gros, pour assurer la partie espèce d’un règlement sur une chaîne titres. L’objectif était de voir comment avoir, dès lors qu’une partie de la gestion des actifs financiers pouvait être complètement digitalisée, une digitalisation sur la partie espèces. Cette première expérience est suivie d’un appel à candidatures plus large de la part de la Banque de France pour expérimenter dans ce domaine. Huit projets sont actuellement en cours d’examen autour de la monnaie digitale avec des gros opérateurs. Maintenant, il s’agit de savoir ce qu’ils peuvent proposer, à partir d’un cahier des charges relativement ouvert et souple, comme instrument de monnaie digitale, et comment on peut les articuler avec la monnaie banque centrale – plutôt dans une optique d’une infrastructure de gros, que de paiement de détail. Là-dessus, la Banque centrale européenne qui a réagi un peu plus tardivement s’est rendue compte de l’intérêt de la chose, et a mis en place les structures pour essayer de comprendre et de voir s’il y avait un *business model* et une utilité de proposer ces instruments. La BCE est davantage axée sur la monnaie digitale de détail. Il y a une présentation « médiatique » un peu biaisée, qui consiste à dire qu’il s’agit de répondre au défi Libra. Effectivement, Libra est dans les têtes, mais au-delà, les banquiers centraux sentaient cette augmentation de la demande de fluidité, qui rendait les paiements et les instruments existants un peu moins adaptés. Par ailleurs, les systèmes existants ne sont là encore pas européens : c’est notamment le cas des systèmes où on commence à créer sa réserve de départ à partir de sa carte bancaire, donc *via* un système Master Card, Visa etc. Cette initiative permet de remettre à plat tout l’écosystème des paiements.

On est donc dans une phase d'expérimentation pour démontrer l'existence d'un besoin ; pour établir la possibilité de s'insérer dans les systèmes de paiement classiques ; pour savoir si des éléments doivent être changés dans les écosystèmes de système de paiement pour pouvoir s'adapter à ces nouveaux défis ; et pour identifier les impacts sur la transmission de la politique monétaire. Ces expérimentations, que ce soit de détail ou de gros, permettent d'affiner ces éléments. Enfin, autant il y a eu la *European Payment Initiative* sur les paiements de détail, autant les grandes institutions financières semblaient moins impliquées sur les instruments digitaux. Dès lors, l'initiative directement de la Banque centrale est intéressante. Là encore, les innovations privées, du secteur financier ou hors secteur financier (secteur marchand etc.) se déverseront, *in fine*, dans des infrastructures de paiement banque centrale et termineront en monnaie banque centrale à un moment ou à un autre. Il vaut mieux avoir quelque chose, non pas que l'on maîtrise, mais que l'on comprend et que l'on peut suivre pour assurer la stabilité, la sécurité et la sûreté de l'ensemble des systèmes et moyens de paiement.

La Banque de France a pris l'initiative, en 2018, de mettre en place le « Network for Greening the Financial System » (NGFS), qui compte aujourd'hui une cinquantaine de membres. Qu'est-ce qui motive cet engagement en faveur de l'intégration des risques financiers liés à l'environnement et au climat, dans les politiques économiques ? Quelles sont les initiatives concrètes prises en faveur de la finance durable ?

Les préoccupations liées au climat prennent une importance croissante, qui est tout à fait naturelle. La *strategy review* de la BCE intègre parmi ses objectifs l'intégration de stratégies pour contrer le réchauffement climatique. On peut noter d'ailleurs que la *strategy review* de la Fed, présentée en août 2020, n'intègre pas cette dimension – d'une façon surprenante ou pas surprenante d'ailleurs... La préoccupation première a été posée en matière de politique monétaire par Mark Carney en 2015, qui a souligné dans un discours qu'il y avait une nécessité d'intégrer dans la politique monétaire cette lutte contre le réchauffement climatique. Il y a un débat au niveau de la BCE sur le point de savoir si cela rentre dans les objectifs de la BCE – la réponse est oui –, mais primaires ou secondaires. Sur ce dernier point, le débat n'est pas tranché et je vais ici davantage exprimer une opinion personnelle en la matière.

Dans les objectifs secondaires, la BCE est chargée de prendre des décisions qui soutiennent les politiques de l'Union et des États-membres. La lutte contre le réchauffement climatique – *via* les accords de Paris par exemple – en fait partie. Mais j'ai l'impression que cela va même au-delà. La redéfinition des objectifs d'inflation, qui est l'objectif primaire de la BCE, est de maintenir l'inflation « autour » de 2 %. Cet objectif, sans ouvrir ici le débat de son caractère symétrique ou asymétrique, est plutôt de moyen terme. Mais on pourrait aussi considérer que c'est un objectif de long terme. Aussi le réchauffement climatique, avec les impacts financiers qu'il va avoir, va-t-il nécessairement impacter cet objectif à long terme. Le problème est qu'un objectif d'inflation à long terme ne veut rien dire – tous les économistes le disent – et ce n'est pas pilotable. Malgré tout, est-ce que

l'intégration de la lutte contre le réchauffement climatique dans l'objectif primaire de la BCE n'est pas une nécessité ? Aujourd'hui, on a toute la taxonomie de la Commission qui est en cours d'élaboration, et il y a quand même un certain nombre de points à éclaircir. Mais il est clair que désormais la BCE s'est saisie de la question, et considère que de toute façon, c'est un point-clé de sa *strategy review* pour les années à venir.

La Banque de France est totalement impliquée dans cette démarche. D'abord, dans le cadre du G20, le NGFS est une initiative dans laquelle la Banque de France s'est beaucoup impliquée. Elle en assure le secrétariat. Par ailleurs, la Banque de France présente désormais un rapport sur l'investissement durable qui définit, dans sa propre stratégie d'investissement, trois objectifs de financement durable. Le premier axe est que tous les portefeuilles de la Banque atteignent la neutralité carbone. On a commencé par le portefeuille adossé aux fonds propres, on va continuer par le portefeuille de retraite. Le deuxième axe consiste en l'inclusion de critères financiers dans la gestion de nos actifs : lorsqu'on achète des actifs, la sélection des émetteurs se fait en fonction aussi de leur propre politique environnementale. Enfin, le troisième axe est que la Banque de France entend bien exercer ses droits de vote en tant qu'actionnaire pour promouvoir une meilleure prise en compte des enjeux environnementaux. C'est un élément important car les fonds propres de la Banque de France représentent des montants importants – 22 milliards d'euros au 31 décembre 2019 –, et les revenus qu'elle en tire, une part substantielle de ses ressources à côté des rétrocessions par la BCE liées aux opérations de la politique monétaire. C'est dans le cadre de cette gestion active, qui n'est pas mineure pour la Banque donc, que l'on promeut les objectifs environnementaux.

En résumé, on a d'un côté la politique monétaire générale, verte, qui va petit à petit être mise en œuvre en tant qu'objectif à atteindre ; et d'un autre côté, un comportement très pragmatique d'investissement de certaines banques centrales, dont la Banque de France, qui veulent avoir une structure d'investissement responsable dans la gestion de leurs fonds.

Au demeurant, le sujet se diffuse partout : le programme d'émission de *green bonds* pour 225 milliards d'euros annoncé par l'Union européenne mi-septembre représente à lui seul un montant équivalent à celui de tous les émetteurs de ce type de papier.

PARTIE III
LES VARIÉTÉS

RETOUR SUR UN ACTEUR DE LA SURVEILLANCE BANCAIRE ET FINANCIÈRE MÉCONNU : LE HAUT CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Jérôme Lasserre-Capdeville
Maître de conférences HDR
Université de Strasbourg

1. Un risque financier est qualifié de « systémique » lorsqu'il existe une probabilité non négligeable qu'une perturbation du système financier ait de graves répercussions sur l'ensemble de ce système, et, au-delà, sur l'économie réelle.

2. Or, la crise financière de 2008 a démontré la sous-estimation, par les pouvoirs publics, des risques systémiques liés à certaines activités financières¹. On peut songer au mécanisme des « *subprimes* », ou encore à la titrisation à grande échelle de créances présentant pourtant de gros risques de défaillance.

3. Cette crise a alors insufflé une volonté de mieux détecter les risques macroéconomiques de nature à menacer la stabilité financière, afin que les autorités compétentes puissent prendre, suffisamment vite, les décisions les plus adéquates pour en réduire les conséquences.

4. À l'échelle de l'Union européenne, un cadre institutionnel de la surveillance du risque systémique a ainsi été mis en place, conformément aux recommandations rendues publiques en février 2009 par un groupe d'experts présidé par Jacques de Larosière². Plus précisément, a été créé le Comité européen des risques systémiques (« CERS »)³. Celui-ci est chargé d'assurer la surveillance macroprudentielle au niveau de l'Union européenne et de veiller, en tant que de besoin, à la

1. A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, Th. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobelle et D. Robine, *Droit financier*, Dalloz, coll. Précis, 2019, 3^e éd., n° 384.

2. Un groupe d'experts avait été nommé à la demande du président de la Commission européenne José Emmanuel Barroso en 2008 afin de présenter des propositions pour renforcer le dispositif européen de supervision du secteur bancaire et financier. Son rapport, comprenant plus d'une trentaine de recommandations, a été rendu public le 26 février 2009.

3. Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, JOUE, n° L 331, 15 déc. 2010, p. 1. Th. Bonneau, « La réforme de la supervision financière européenne », RLDA janv. 2011, p. 31.

coordination des interventions des autorités nationales. Ce CERS fait partie du Système européen de supervision financière (« SESF »)⁴.

5. En droit français, la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière⁵ a créé le Conseil de régulation financière et du risque systémique (« Corefris »)⁶. Il ne s'agissait cependant, à l'époque, que d'un organisme consultatif⁷. Il ne disposait pas de pouvoirs contraignants, et son activité était limitée au programme qu'énonçait l'ancien article L. 631-2-1 du Code monétaire et financier.

6. Cet organisme a cependant connu d'importantes modifications suite à la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires⁸. D'une part, elle l'a renommé Haut Conseil de stabilité financière (« HCSF »), et, d'autre part, elle a nettement renforcé ses prérogatives⁹. L'assimilation européenne des exigences macroprudentielles nées des accords de Bâle III, notamment par le biais de la directive n° 2013/36/UE du 26 juin 2013¹⁰, dite « CRD IV », avait rendu nécessaires de telles modifications du Corefris.

7. Le HCSF est donc désormais l'autorité macroprudentielle française¹¹ chargée d'exercer la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique.

4. Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2020, 5^e éd., n° 105.

5. JO, 23 oct. 2010, p. 18984.

6. M.-A. Frison-Roche, « La nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », D. 2010, p. 2712. ; K. Rodriguez, « La création du Conseil de régulation financière et du risque systémique », Les Petites affiches, 16 déc. 2010, n° 250, p. 12. On notera qu'il existait déjà, précédemment, un Collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier (« CACES »), depuis la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.

7. Th. Bonneau, *Droit bancaire*, LGDJ, coll. Domat Droit privé, 2019, 13^e éd., n° 204. Un courant doctrinal avait cependant pu considérer, à la vue de l'enchevêtrement de ses fonctions mais aussi des institutions et des personnes qui le composaient, que ce Conseil allait être « de fait très puissant », M.-A. Frison-Roche, « La nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », *op. cit.*

8. JO, 27 juill. 2013, p. 12530.

9. Th. de Ravel d'Esclapon, « Le Haut conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de surveillance macroprudentielle », LPA, 27 sept. 2013, n° 194, p. 44. ; Th. Bonneau, « La réforme des autorités bancaires et financier », RD banc. fin. nov.-déc. 2013, dossier 55, n° 10 et s.

10. JOUE, n° L 176, 27 juin 2013, p. 338.

11. L'objectif de la surveillance macroprudentielle est de limiter les difficultés du système financier dans son ensemble afin de protéger l'économie générale de pertes importantes en termes de produit réel. L'approche macroprudentielle s'oppose à l'approche microprudentielle, dont le principal objectif est de surveiller la situation d'un établissement financier donné et de limiter ses difficultés, protégeant ainsi les clients de l'établissement en question. Ce travail relève aujourd'hui de la compétence de l'ACPR en matière bancaire et de l'AMF en matière financière. Bien évidemment, dans la perspective d'une surveillance efficace, les deux démarches se complètent : le sort d'un acteur défini a nécessairement des conséquences globales.

8. Pour autant, force est de constater que ce Haut Conseil de stabilité financière demeure, encore aujourd'hui, très mal connu du grand public. Il n'a ainsi pas su acquérir la notoriété des superviseurs de la banque ou de la finance, c'est-à-dire l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (« ACPR ») et l'Autorité des marchés financiers (« AMF »).

9. Étudions, dès lors, l'état du droit applicable à cette autorité. Les articles L. 631-2 à L. 631-2-3 du Code monétaire et financier définissent sa composition (**I.**) et ses missions (**II.**). Observons-les, avant d'illustrer les impacts des décisions du HCSF sur l'activité bancaire (**III.**).

I. LA COMPOSITION DU HCSF

10. On notera, à titre préalable, que les textes ne précisent pas la nature du HCSF. Il s'agit, logiquement, d'une autorité administrative sans personnalité morale. Un courant doctrinal¹² estime qu'il découle de sa composition que ce Haut Conseil est une autorité administrative indépendante.

11. Qui sont alors les membres du HCSF ? L'article L. 631-2 du Code nous l'indique. Sa composition fait songer à celle des superviseurs bancaire et financier précités, dans la mesure où l'on y retrouve un certain nombre d'« institutionnels » (**A.**), mais également des personnalités « qualifiées » (**B.**).

A. La présence d'« institutionnels »

12. L'article L. 631-2 du Code monétaire et financier prévoit que le HCSF est composé de huit membres. Ce nombre restreint a logiquement pour objectif de faciliter la prise de décision.

13. Le Haut Conseil est présidé par le ministre chargé de l'Économie. Cette situation peut légitimement amener à s'interroger sur l'indépendance du HCSF. Elle n'est pas à l'abri, selon nous, de la critique¹³.

14. L'autorité étudiée comprend également le gouverneur de la Banque de France – qui est aussi président de l'ACPR –, assisté du vice-président de l'ACPR, le président de l'AMF et le président de l'Autorité des normes comptables (« ANC »). Cette réunion des trois autorités essentielles du système bancaire et financier (ACPR, AMF et ANC) démontre la volonté du législateur de procéder à une analyse macroprudentielle du risque systémique.

12. Th. Bonneau, *Droit bancaire*, *op. cit.*, n° 205.

13. V. déjà, concernant le Corefris, M.-A. Frison-Roche, « La nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », *op. cit.*

B. La présence de personnalités « qualifiées »

15. Aux cinq membres « institutionnels » précités, il convient d'ajouter trois personnalités « qualifiées » désignées en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier ou économique.

16. Ces professionnels sont désignés, pour une durée de cinq ans, respectivement, par le Président de l'Assemblée nationale, le Président du Sénat et le ministre chargé de l'Économie. Les nominations des personnalités qualifiées respectent le principe ou, à défaut, l'objectif de parité entre les femmes et les hommes au sein du Haut Conseil.

17. Bien évidemment, la désignation de ces personnalités fait courir un risque de conflits d'intérêts. Conscient de ce dernier, le législateur a édicté des règles tendant à prévenir la survenance¹⁴.

18. D'abord, les intéressés sont tenus d'informer le président du HCSF des intérêts qu'ils ont détenu au cours des deux années précédant leur nomination, qu'ils détiennent ou qu'ils viennent à détenir¹⁵. Il en va de même pour les fonctions qu'ils ont exercées au cours de ces deux mêmes années ou des mandats qu'ils ont détenus au sein des personnes morales¹⁶. Cette disposition fait immanquablement songer à l'article L. 612-10 du Code monétaire et financier qui prévoit des règles analogues pour les personnes exerçant leurs fonctions au sein de l'ACPR.

19. De plus, un cas d'incompatibilité est prévu par l'article L. 631-2-3, I, du Code : aucun membre du Haut Conseil de stabilité financière ne peut détenir un mandat ou un intérêt dans une entité soumise au contrôle de l'ACPR ou de l'AMF ni être salarié ou prestataire d'une telle entité. Cette règle est alors de portée étendue, dans la mesure où les superviseurs précités bénéficient d'un pouvoir de contrôle intéressant un nombre particulièrement grand de professionnels¹⁷.

20. Enfin, et c'est une règle tout aussi notable, il est interdit aux membres du HCSF qui cessent temporairement ou définitivement leurs fonctions de travailler, de prendre ou de recevoir une participation par conseil ou capitaux dans une personne dont ils ont été chargés d'assurer la surveillance dans le cadre de leurs fonctions au sein dudit Conseil, pendant les trois années qui suivent la fin de ces fonctions. Cette prohibition fait songer au délit de « pantouflage » envisagé par l'article 432-13 du Code pénal.

21. Bien évidemment, et au-delà de ces règles de conflit, le législateur est venu prévoir que toute personne qui participe ou a participé à l'accomplissement des

14. Art. L. 631-2-3, C. mon. fin.

15. Art. L. 631-2-3, I, 1°, C. mon. fin.

16. Art. L. 631-2-3, I, 2° et art. L. 631-2-3, I, 3°, C. mon. fin.

17. Pour l'ACPR, art. L. 612-2. C. mon. fin.

missions du Haut Conseil de stabilité financière est tenue au secret professionnel, dans les conditions prévues à l'article L. 641-1 du Code monétaire et financier¹⁸. À défaut, l'autorité étudiée aurait bien du mal à exercer ses différentes missions. Ce secret professionnel connaît cependant un certain nombre de dérogations visées par l'article L. 631-2-3, II, du Code monétaire et financier, comme par exemple au bénéfice de l'autorité judiciaire agissant dans le cadre soit d'une procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'égard d'une personne soumise au contrôle des institutions que ses membres représentent, soit d'une procédure pénale.

22. Le droit régissant la composition le HCSF s'aligne ainsi, à bien des égards, sur celui encadrant les autres autorités du secteur financier, et plus particulièrement l'ACPR (mode de nomination, réglementation des conflits d'intérêts, secret professionnel, etc.).

23. Sur convocation de son président, le Haut Conseil se réunit au minimum quatre fois par an, voire plus si cela est nécessaire. Il est vrai que plusieurs missions, et non des moindres, sont reconnues à cette autorité.

II. LES MISSIONS DU HCSF

24. L'article L. 141-5-1 du Code monétaire et financier précise le rôle général reconnu au HCSF : veiller à la stabilité du système financier.

25. Pour y parvenir, le législateur a confié diverses missions à ce Haut Comité¹⁹. Celles-ci se sont d'ailleurs renforcées au fil des réformes, notamment à l'égard du secteur de l'assurance²⁰. Nous reprendrons ici les principales de ces missions intéressant la matière bancaire, c'est-à-dire : favoriser la coopération (**A.**), analyser les situations à risque (**B.**), émettre des avis ou des recommandations (**C.**) et enfin adopter des mesures dans son champ d'action (**D.**)²¹.

A. Favoriser la coopération

26. Le HCSF est tenu de veiller à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent (ACPR, AMF, ANC), de même qu'entre ces institutions et lui-même²².

18. « Est puni des peines prévues à l'article 226-13 du Code pénal le fait, pour toute personne qui participe ou a participé à l'accomplissement des missions de l'ACPR, de violer le secret professionnel institué par l'article L. 612-17, sous réserve des dispositions de l'article 226-14 du Code pénal ».

19. Le Haut Conseil de stabilité financière établit un rapport public annuel remis au Parlement.

20. Art. L. 631-2-1, 5°, bis et ter, C. mon. fin.

21. L'article L. 631-2-2 du Code prend soin de préciser que, pour l'accomplissement de ces missions, le HCSF peut entendre des représentants des établissements de crédit, des sociétés de financement, des entreprises d'investissement, des sociétés de gestion de portefeuille, des entreprises d'assurance, des mutuelles et des institutions de prévoyance ainsi que toute personne dont l'audition lui paraît utile. Ces personnes peuvent, à cet effet, lui transmettre des informations couvertes par le secret professionnel.

22. Art. L. 631-2-1, 1°, C. mon. fin.

27. Ces échanges ont pour but de limiter les zones échappant à la surveillance et de mieux prendre en compte les risques liés aux interconnexions entre les différents acteurs ou secteurs et aux interactions entre les réglementations. L'ACPR et l'AMF peuvent, à cet effet, lui transmettre des informations couvertes par le secret professionnel.

28. Le HCSF facilite également la coopération des institutions représentées par ses membres pour l'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier²³.

29. Dans l'accomplissement de telles missions, le Haut Conseil de stabilité financière est tenu de prendre en considération les objectifs de stabilité financière au sein de l'Union européenne et dans l'Espace économique européen.

30. Il coopère, enfin, avec les autorités homologues des autres États membres et avec les institutions européennes compétentes.

B. Analyser les situations à risque

31. Le HCSF a aussi pour mission d'identifier et d'évaluer la nature et l'ampleur des risques systémiques résultant de la situation du secteur et des marchés financiers compte tenu, notamment, des avis et recommandations des institutions européennes compétentes²⁴. Cette mission est, bien évidemment, fondamentale.

C. Émettre des avis ou des recommandations

32. Le HCSF peut également formuler tous avis ou recommandations de nature à prévenir tout risque systémique et toute menace à la stabilité financière. Il peut rendre publics ses avis ou recommandations²⁵.

33. Le Haut Conseil est également en droit d'adresser aux institutions européennes compétentes des avis visant à recommander l'adoption des mesures nécessaires à la prévention de tout risque systémique menaçant la stabilité financière de la France²⁶.

D. Adopter des mesures dans son champ d'action

34. D'abord, le HCSF peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, imposer aux acteurs entrant dans son périmètre de surveillance la mise en place de coussin contra-cyclique²⁷ ou de coussin contre le risque systémique²⁸. Des précisions s'imposent ici.

23. Art. L. 631-2-1, 7^e, C. mon. fin.

24. Art. L. 631-2-1, 2^e, C. mon. fin.

25. Art. L. 631-2-1, 3^e, C. mon. fin.

26. Art. L. 631-2-1, 6^e, C. mon. fin.

27. Art. L. 631-2-1, 4^e, C. mon. fin.

28. Art. L. 631-2-1, 4^e bis, C. mon. fin.

35. En premier lieu, le coussin contra-cyclique (*countercyclical capital buffer*, « CCB »), prévu au 1^o du II de l'article L. 511-41-1 A et à l'article L. 533-2-1 du Code monétaire et financier, est un instrument macroprudentiel conçu afin de contrer les risques cycliques. Il permet de durcir les exigences de fonds propres des banques durant la phase ascendante du cycle financier, et de les assouplir lorsque le cycle se retourne. Il tend ainsi à « protéger le système bancaire des pertes potentielles liées à l'exacerbation d'un risque systémique cyclique [...] soutenant ainsi l'offre durable de crédit à l'économie réelle pendant tout le cycle financier »²⁹. À plusieurs reprises, le HCSF est intervenu en la matière³⁰.

36. En second lieu, le coussin pour le risque systémique (*systemic risk buffer*, « SRB ») est envisagé au 4^o du II de l'article L. 511-41-1 A et à l'article L. 533-2-1 du Code. Il s'agit d'une exigence de fonds propres supplémentaire à respecter pour le secteur bancaire, qui vise à prévenir ou atténuer la dimension non cyclique du risque. Les risques couverts découlent alors de caractéristiques structurelles du secteur bancaire, notamment de sa taille et de sa part dans le financement de l'économie, de son degré de concentration ou de l'intensité des interconnexions entre établissements et du risque de contagion financière associé. On notera qu'à ce jour le niveau du risque systémique structurel n'a pas nécessité la mise en œuvre de ce coussin dans notre pays.

37. Par ailleurs, le Haut Conseil est susceptible, là encore sur proposition du gouverneur de la Banque de France, de prendre des mesures de modulation des règles prudentielles³¹. Il s'agit des mesures prévues à l'article 458 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013³², à l'égard des entreprises auxquelles cet article est applicable ainsi qu'à l'égard des sociétés de financement.

38. Enfin, le HCSF peut, toujours sur proposition du gouverneur de la Banque de France, « en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques », fixer des conditions d'octroi de crédit par les entités soumises au contrôle de l'ACPR ou de l'AMF et ayant reçu l'autorisation d'exercer cette activité³³. Il doit s'agir ici de prêts à des agents économiques situés sur le territoire français ou destinés au financement d'actifs localisés sur le territoire français.

39. Le droit applicable en la matière prend soin de préciser que le ministre chargé de l'Économie, la Banque de France, l'ACPR, l'AMF et l'ANC veillent,

29. Comité européen du risque systémique, Recommandation CERS/20/2014/1, recommandation 1, principe 1.

30. Th. Bonneau, *Droit bancaire*, *op. cit.*, n° 206, note de bas de page 259. V. également, *infra*, n° 53 et s.

31. Art. L. 631-2-1, 4^o ter, C. mon. fin.

32. JOUE, L. 176, 27 juin 2013, p. 1.

33. Art. L. 631-2-1, 5^o, C. mon. fin.

pour ce qui les concerne, à la mise en œuvre des décisions précitées du Haut Conseil de stabilité financière. Le gouverneur de la Banque de France peut également décider de rendre publique la proposition qu'il formule au titre des 4^o à 5^o ter de l'article L. 631-2-1³⁴.

40. Ainsi, à intervalle régulier, le HCSF rend des solutions intéressant l'activité bancaire. Ses impacts ne sont donc pas négligeables. Plusieurs exemples récents en témoignent.

III. LES IMPACTS DES DÉCISIONS DU HCSF SUR L'ACTIVITÉ BANCAIRE

41. Deux décisions récentes retiendront ici notre attention. Il s'agit, d'une part, d'une recommandation du 20 décembre 2019 du HCSF intéressant la délivrance du crédit immobilier (**A.**) et, d'autre part, d'une décision du 1^{er} avril 2020 relative à l'évolution du taux du coussin contra-cyclique en période de Codiv-19 (**B.**).

A. L'encadrement de la délivrance du crédit immobilier

42. Le 20 décembre 2019, le HCSF a publié une recommandation³⁵ cherchant à éviter une « surchauffe » sur le marché du crédit immobilier. Cette dernière a été révisée le 4 août 2020 sans pour autant que ses mesures principales en soient modifiées³⁶.

43. Il est vrai qu'en France, la distribution de crédit est en moyenne deux fois plus rapide qu'ailleurs dans la zone euro, ce qui a retenu l'attention des autorités bancaires et financières. En 2019, l'ensemble des banques en France a ainsi produit 258 milliards d'euros de crédits immobiliers. Les taux d'intérêt historiquement bas ont, sans surprise, dynamisé cette production record.

44. En considération de ses missions de prévention des risques systémiques et de préservation de la stabilité financière, le HCSF recommande aux établissements de crédit et aux sociétés de financement que, pour leur production de crédits immobiliers, ils fassent preuve de prudence en se conformant aux « bonnes pratiques usuelles » qui garantissent la robustesse du modèle de financement du logement prévalant en France et de prévenir une « dynamique excessive » de l'endettement des ménages en prenant notamment en considération deux critères dans l'octroi des crédits immobiliers résidentiels en France.

45. En premier lieu, les prêteurs doivent maîtriser le taux d'effort à l'octroi des emprunteurs de crédit immobilier en veillant à ce que dernier n'excède pas 33 %.

34. Les décisions du Haut Conseil de stabilité financière mentionnées aux mêmes 4^o à 5^o ter peuvent faire l'objet d'un recours en annulation devant le Conseil d'État.

35. HCSF, Recommandation n° R-HCSF-2019-1, 20 déc. 2019.

36. MoneyVox/AFP, *Crédit immobilier : le HCSF maintient ses recommandations drastiques*, 17 sept. 2020.

46. On rappellera que ce taux d'effort³⁷, également appelé « taux d'endettement », est déterminé en opérant une division entre, d'une part, les charges annuelles d'emprunt associées à l'endettement total de l'emprunteur³⁸ (ou des co-emprunteurs, le cas échéant) et, d'autre part, ses revenus annuels³⁹. Dès lors, si le pourcentage obtenu comme résultat est inférieur à 33 %, on estime en pratique que le crédit n'est pas risqué⁴⁰.

47. Or, cette règle, qui est appliquée de longue date par l'ensemble des établissements de crédit français, était jusqu'ici non écrite. Sa reconnaissance par le HCSF dans sa recommandation renforce alors son autorité⁴¹. Ce critère n'échappe pas pour autant à toute critique selon nous. Un fort taux d'endettement ne permet pas de conclure, dans tous les cas, à un risque du crédit. Le critère du « reste à vivre », calculé par une soustraction des charges aux revenus du client, serait ainsi un critère bien plus pertinent, notamment lorsque l'emprunteur dispose de revenus importants.

48. En second lieu, le Haut Conseil considère que la maturité du crédit à son importance. Il recommande ainsi aux établissements prêteurs de veiller à ne pas accorder des crédits dont la durée de remboursement dépasserait vingt-cinq ans.

49. Le HCSF précise néanmoins qu'afin de ne pas pénaliser l'accession à la propriété, une partie de la production pourra s'écarter des critères ainsi recommandés. Cette marge de flexibilité devra cependant répondre à un strict souci de proportionnalité et pouvoir être justifiée dans le cadre d'une politique écrite. La flexibilité admise pourra aller jusqu'à 15 % de la production trimestrielle de

37. HCSF, Notice (révisée), 4 août 2020, h.

38. Selon la notice révisée du 4 août 2020 (g), les charges annuelles d'emprunt sont « la somme des différents montants totaux, tels que définis au 9° de l'article L. 311-1 du code de la consommation, dus par l'emprunteur (ou les co-emprunteurs, le cas échéant) au titre du crédit immobilier et des différents emprunts en cours, pour une année donnée : cela comprend le total des intérêts et des remboursements de capital sur une période d'un an tel que préconisé par la recommandation CERS/2016/12 ». L'article envisage également le cas du crédit immobilier comportant un différé de remboursement et/ou d'amortissement.

39. Selon la notice révisée du 4 août 2020 (e), la notion de revenus annuels « correspond au revenu net avant impôt de l'emprunteur, ou du foyer fiscal (ou à la somme des revenus nets avant impôt des co-emprunteurs le cas échéant) calculé comme le revenu net imposable tel que défini à l'art. 156-156 (bis) du code général des impôts, majoré des abattements forfaitaires pris en compte et minoré des revenus exceptionnels non récurrents ». Il est encore précisé par la disposition que l'appréciation des revenus annuels « peut prendre en compte les loyers futurs tirés de la location du bien. Le montant des loyers retenu devra toutefois faire preuve de prudence et leur prise en compte sera limitée à une certaine quotité, afin de refléter le risque locatif ».

40. D. Legeais, « Responsabilité du banquier fournisseur de crédit », *JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse*, fasc. 500, 2015, n° 14.

41. Ce critère n'échappe pas pour autant à toute critique. Un fort taux d'endettement ne permet pas de conclure, dans tous les cas, à un risque du crédit. Le critère du « reste à vivre », calculé par une soustraction des charges aux revenus du client, serait ainsi un critère bien plus pertinent, notamment lorsque l'emprunteur dispose de revenus importants.

nouveaux crédits⁴². Ces « bonnes pratiques » ont également vocation à jouer en cas de rachats ou des renégociations de crédits.

50. Le Haut Conseil, en lien avec l'ACPR, déclare qu'il sera particulièrement vigilant quant au suivi de la recommandation en question et à l'évolution des pratiques d'octroi. Il précise qu'il appréciera ces évolutions sur la base du *reporting* défini par l'instruction n° 2011-I-14 du 29 septembre 2011 de l'ACPR (amendé par les instructions n° 2013-I-06 du 28 mai 2013 et n° 2019-I-08 du 26 mars 2019). Il demande en particulier à l'ACPR de modifier rapidement cette instruction afin de disposer « d'un suivi de la présente recommandation, de prévoir des missions de contrôle sur la mise en œuvre de ce *reporting* et d'engager un dialogue bilatéral avec les établissements afin d'apprécier les suites qu'ils auront données à la présente recommandation ». Les recommandations du HCSF tendent donc à devenir de véritables sources du droit bancaire.

51. Les mesures précitées présentent d'ores et déjà des incidences pratiques. Une porte-parole d'un courtier, dont les propos ont été relayés dans plusieurs articles de presse, affirme ainsi que le nombre de dossiers refusés par les établissements prêteurs a doublé entre 2019 et la fin août 2020 (passant ainsi de 5,5 % à 10,7 %) ⁴³.

B. L'évolution du taux du coussin contra-cyclique

52. Il a été observé précédemment qu'il revient au HCSF d'imposer, dans certaines circonstances, la mise en place d'un CCB⁴⁴. Celui-ci a pour but de minimiser les effets des cycles financiers par une surcharge en fonds propres. Il varie en fonction de la situation économique : il augmente en période de croissance et diminue en temps de crise.

53. Dans notre pays, il revient donc au HCSF, chaque trimestre, de fixer le taux de ce coussin au niveau national. Or, par une décision du 1^{er} avril 2020, le Haut Conseil a abaissé à 0 % le taux en question, avec entrée en vigueur au 2 avril 2020⁴⁵.

54. Cette solution a été annoncée par le HCSF à la suite de sa séance du 18 mars 2020. Le Haut Conseil a procédé, à cette occasion, à un examen des risques et des vulnérabilités affectant le secteur financier français, à la lumière des

42. Au moins les trois-quarts de cette flexibilité maximale seront réservés aux acquéreurs de leur résidence principale et, en particulier, aux primo-accédants, conformément à la notice révisée du 4 août 2020.

43. B. Lety, « Crédit immo : 3 chiffres prouvant qu'il est désormais plus difficile d'obtenir un prêt », MoneyVox, 7 sept. 2020.

44. V. *supra*, n° 35.

45. HCSF, déc. n° D-HCSF-2020-2, 1^{er} avril 2020, RB, mai 2020, obs. J.-Ph. Kovar et J. Lasserre Capdeville. Entre le 1^{er} juillet 2019 et le 2 avril 2020, le taux en vigueur reste fixé à 0,25 %, conformément aux précédentes décisions du Haut Conseil. On notera que le taux devait initialement passer à 0,5 % à partir d'avril 2020 (conformément à une décision du 7 avril 2019).

développements de la pandémie de Covid-19 et des mesures visant à enrayer sa propagation en France, au sein de l'Union européenne et dans le monde. Or, il lui est apparu que ce choc est de nature à pénaliser très fortement l'économie française, et plus globalement l'économie mondiale, pour une durée qui reste incertaine.

55. Le Haut Conseil a donc décidé dans ce cadre, et ce de façon discrétionnaire, de relâcher intégralement le coussin de fonds propres bancaires contra-cyclique. Cette mesure, qui sera appréciée des établissements prêteurs, doit « permettre de soutenir le crédit aux petites et moyennes entreprises, qui dépendent fortement du financement bancaire ». Ce taux du coussin de fonds propres contra-cyclique restera à 0 % « jusqu'à nouvel ordre ».

56. Ainsi, il ressort des exemples précités que le HCSF est progressivement devenu un instrument de régulation notable⁴⁶. Son influence tend aujourd'hui à se développer à côté des acteurs « traditionnels » de la surveillance bancaire et financière, c'est-à-dire l'ACPR et l'AMF, qui sont chargés, quant à eux, de la surveillance microprudentielle. Il mérite, par conséquent, d'être mieux connu.

46. A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, Th. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet et D. Robine, *Droit financier*, *op. cit.* n° 387.

LES IMPACTS DU « PAQUET BANCAIRE » SUR LE RÉGIME DU *BAIL-IN* ANALYSE DES NOUVELLES RÉGLEMENTATIONS EUROPÉENNES (CRR2, BRRD2)

Paul Perney

*Diplômé du Master 2 (Professionnel) Droit bancaire et financier, Université Paris II
Panthéon-Assas*

Sous l'encadrement de Monsieur François Morard

*Direction des Affaires Juridiques / Responsable du Service Vie du Groupe de Crédit
Agricole S.A*

La récente révision du « paquet bancaire »¹ a eu de nombreux impacts sur le champ d'application et le régime de l'outil de renflouement interne, dénommé *bail-in*. Cet instrument de résolution bancaire est principalement régi par le règlement CRR2 – sur le plan des critères d'éligibilité des engagements – et par la directive BRRD2. Il est souvent présenté, en contre-pied du renflouement des banques par l'État (dit *bail-out*), comme la méthode la plus efficace en vue de maintenir l'exercice de fonctions critiques par les banques et d'endiguer le risque systémique. Outre les évolutions relatives au traitement prudentiel de l'absorption des pertes, le nouveau « paquet bancaire » est susceptible de conduire à d'importantes évolutions quant à l'application de l'outil de *bail-in* s'agissant des groupes coopératifs.

★
★ ★

“As we try to make the financial system safer, we must inevitably confront the problem of moral hazard. [...] Of course, market discipline can only limit moral hazard to the extent that debt and equity holders believe that, in the event of distress, they will bear costs.”²

Ben S. Bernanke, Chair of the Federal Reserve

1. Cette expression vise la révision opérée en 2019 de plusieurs textes importants relatifs à la réglementation prudentielle et à la résolution des crises bancaires.

2. B. S. Bernanke, « The Crisis as a Classic Financial Panic », Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference, Washington, D.C., 8 nov. 2013.

1. – Le 8 novembre 2013, Ben S. Bernanke, président de la Réserve fédérale des États-Unis, dresse le constat de son action lors de la crise financière de 2008, et notamment du *bail-out* des banques « *too big too fail* »³. Insistant sur l'absence de processus de résolution adéquate à l'époque pour faire face à la défaillance de ces établissements, il souligne la nécessité de contenir l'aléa moral et l'impossibilité d'instaurer une nouvelle discipline de marché sans faire peser le coût de la défaillance des établissements systémiques sur leurs actionnaires et créanciers. Ainsi, il se réfère dans son discours au système d'absorption des pertes par les actionnaires et créanciers de ces établissements, génériquement qualifié de *bail-in*, introduit, dès 2010, aux États-Unis par le *Dodd Frank Act*⁴.

2. – **Révisions du « paquet bancaire »** – En Europe, la préservation de la stabilité financière passe par la mise en place de l'Union bancaire qui s'articule autour de trois piliers : le Mécanisme de Surveillance Unique (« MSU »), le Mécanisme de Résolution Unique (« MRU ») et le Fonds européen de garantie des dépôts. Le Parlement européen a adopté une série de mesures législatives sous l'appellation de « paquet bancaire » publié au journal officiel de l'Union européenne, le 7 juin 2019. Il s'agit de la révision de quatre textes majeurs de l'industrie bancaire, en matière de supervision et de résolution :

- la Directive sur le redressement des banques et la résolution de leurs défaillances, dénommée BRRD2⁵ ;
 - le Règlement sur les exigences en capital, dénommé CRR2⁶ ;
 - le Règlement sur le mécanisme de résolution unique, dénommé SRMR2⁷ ;
- et
- la Directive sur les exigences en capital, dénommée CRD5⁸.

3. En français, « Trop gros pour faire faillite ». Cette expression désigne les banques systémiques, dont la faillite aurait des répercussions très négatives sur l'économie mondiale.

4. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Act 1 (jan. 21, 2010), Title II, Orderly Liquidation Authority.

5. Article 4, Directive (UE) n° 2019/879 du Parlement européen et du conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive n° 2014/59/UE en ce qui concerne la capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et la directive n° 98/26/CE (« BRRD2 »), entrée en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au JOUE.

6. Article 3, Règlement (UE) n° 2019/876 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement (UE) n° 648/2012 (« CRR2 »), applicable à compter du 28 juin 2021, sous réserve des exceptions énumérées aux paragraphes 3 et 8.

7. Article 2, Règlement (UE) n° 2019/877 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 806/2014 en ce qui concerne la capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (« SRMR2 »), applicable à compter du 28 décembre 2020.

8. Article 3, Directive (UE) n° 2019/878 du Parlement européen et du conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive n° 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières *holding*, les compagnies financières *holding* mixtes, la rémunération, les mesures et pou-

Alors que les règlements sont d'application directe⁹, les directives nécessitent une transposition en droit national par les États membres, qui ont jusqu'au 28 décembre 2020 pour les transposer dans leur droit national¹⁰.

3. – Objectifs du paquet bancaire – Le paquet bancaire constitue une étape importante vers l'achèvement de l'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux dans une perspective de réduction des risques¹¹. Précisément, les réformes analysées comptent plusieurs objectifs tels que :

- l'amélioration de la résilience et de la stabilité du secteur financier européen ;
- le rétablissement de la confiance des marchés en ce système bancaire ; et
- la restructuration ordonnée des établissements bancaires et financiers en cas de risque de défaillance, afin d'éviter la diffusion des effets qu'entraînerait une défaillance pure et simple dans le reste de l'économie.

4. – Révision de l'instrument de renflouement interne – Parmi les multiples instruments de résolution bancaire exorbitants du droit commun¹², il s'agit de focaliser nos développements sur l'outil de *bail-in*¹³, applicable depuis le 1^{er} janvier 2016 en France via la transposition de BRRD¹⁴. L'utilisation de cet outil implique que les actionnaires et certaines catégories de créanciers supportent en priorité les pertes d'un établissement de crédit en difficulté. La révision du « paquet bancaire » a notamment entraîné une modification de l'exercice de l'outil de renflouement interne par le Conseil de Résolution Unique (« CRU »)¹⁵.

5. – Sur la base de ces observations, il convient d'identifier et d'analyser l'impact de ces révisions récentes sur le régime de la résolution bancaire, et plus précisément du *bail-in*, non seulement au niveau du modèle bancaire général, quelle que soit la nature de l'entité considérée (**I.**) mais également au niveau des groupes bancaires dits coopératifs ou mutualistes (**II.**).

voirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres (CRD5), entrée en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au JOUE.

9. Par exemple sous CRR2, l'exigence de TLAC est entrée en application le 27 juin 2019.

10. Respectivement article 3, BRRD2, et article 2, CRD5. Ces articles font également état de la fixation de délais supplémentaires de mise en conformité s'agissant de l'application de certaines dispositions, une fois les textes transposés en droit français.

11. V. en ce sens, Commission européenne, Fiche d'information, « Adoption du paquet bancaire : règles révisées sur les exigences de fonds propres (CRR II/CRD V) et la résolution (BRRD/règlement MRU) », 16 avr. 2019.

12. Article 37, BRRD.

13. Article 43, BRRD.

14. Directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (*Bank Recovery and Resolution directive*).

15. Le CRU est l'autorité de résolution de l'Union bancaire européenne (compétente par conséquent pour la résolution des banques établies dans les États membres de la zone euro ou qui adhèrent à l'Union bancaire).

I. LES IMPACTS GÉNÉRAUX SUR LE MODÈLE BANCAIRE

A. Le traitement prudentiel de l'absorption des pertes

6. – Introduction de la catégorie des engagements éligibles au calcul du TLAC¹⁶ – Au-delà des modifications apportées par CRR2 sur le calibrage des catégories *Common Equity Tier 1* (« CET 1 »), *Additional Tier 1* (« AT1 ») et *Tier 2*, l'analyse de l'impact de CRR2 en matière de *bail-in* est principalement circonscrite à l'introduction d'une nouvelle catégorie d'engagements : les « engagements éligibles » aux articles 72 bis et suivants de CRR2. Cette catégorie vise à permettre l'appréhension continue de la capacité d'absorption des pertes de l'entité et à faciliter la mise en œuvre de l'outil de renflouement interne. De surcroît, cette révision précise les critères d'éligibilité des instruments de dette émis par les établissements de crédit, non constitutifs de fonds propres réglementaires, mais permettant de respecter l'exigence TLAC.

7. – Critères d'éligibilité généraux – En vertu de l'article 45 ter de la BRRD2, « les engagements ne sont inclus dans le montant de fonds propres et d'engagements éligibles des entités de résolution » que s'ils satisfont aux conditions énoncées aux articles 72 bis à 72 quater de CRR2. Par principe, les éléments d'engagements éligibles sont exclusifs des éléments du CET 1, du AT1 et du *Tier 2*¹⁷. Toutefois, ils peuvent comprendre les instruments de fonds propres de catégorie 2 ayant une échéance résiduelle d'au moins un an puisqu'ils ne sont pas éligibles en tant qu'éléments de fonds propres de catégorie 2 (dont l'échéance initiale est d'au moins 5 ans)¹⁸. Lorsque les conditions d'éligibilité ne sont plus respectées¹⁹, les engagements cessent immédiatement d'être admissibles dans la catégorie des engagements éligibles. De surcroît, les engagements éligibles ne peuvent pas faire l'objet d'accords de compensation tels que des clauses de résiliation-compensation – le *close-out netting* ou encore les « clauses de compensation avec déchéance du terme »²⁰ – ou de *set-off*, qui compromettraient leur capacité à absorber les pertes en cas de résolution.

16. « *Total Loss Absorbing Capacity* ». Le ratio TLAC, introduit par le *Term Sheet* du TLAC publié le 9 novembre 2015 par le Conseil de Stabilité Financière (dit *Financial Stability Board*, « FSB »), « vise à doter les établissements de crédit d'un montant de fonds propres et de dettes suffisamment important pour leur permettre d'absorber les pertes éventuelles en cas de résolution et maintenir leurs fonctions critiques tout en respectant les ratios de fonds propres applicables et sans nécessité d'un soutien public » (selon le Rapport du Groupe TLAC du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris du 30 mai 2016). S'agissant de sa composition, le ratio TLAC fondé sur les risques est égal à la mesure de la TLAC (au numérateur), correspondant à la somme des instruments composant la capacité d'absorption des pertes totale de l'entité, divisée par les actifs pondérés en fonction du risque (au dénominateur) et s'exprime en pourcentage (Lignes directrices sur la capacité totale d'absorption des pertes, Autorité des Marchés Financiers, mars 2019).

17. Article 72 bis, 1.a), CRR2.

18. Article 63 g), CRR.

19. Articles 72 bis à 72 quater, CRR2.

20. Article 2, § 1, n), Directive n° 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière (« Directive collatéral »).

8. – Objectifs du MREL – Si l'exigence TLAC est introduite en droit européen à travers CRR2, le ratio MREL²¹ trouve sa source dans la BRRD publiée en 2014. Exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles exprimée en pourcentage du passif total et des fonds propres de l'établissement²², le MREL est une exigence définie au niveau de chaque banque par l'autorité de résolution afin qu'ils ne recourent pas de façon excessive à des formes de financement exclues du renflouement interne²³. Le 3 juillet 2015, l'Autorité Bancaire Européenne a publié des normes techniques de réglementation détaillant la manière dont les autorités de résolution doivent appréhender les six critères de détermination du MREL d'un établissement, y compris notamment la capacité d'absorption des pertes, le niveau de recapitalisation nécessaire ou encore les différents facteurs d'ajustement relatifs à la perte potentielle du fonds de garantie des dépôts ou à la nature systémique de l'établissement. Ce projet de normes techniques de réglementation a fondé le règlement délégué (UE) n° 2016/1450 complétant la BRRD. Sa mise en œuvre permet d'assurer concomitamment :

- la disponibilité permanente d'un coussin d'absorption de pertes ;
- la résolvabilité des établissements de crédit par l'absorption de leurs pertes par ce coussin²⁴ ; et
- la préservation de leur passif opérationnel aux fins de poursuite de leur activité.

Finalement, ces normes TLAC et MREL sont alignées sur le même objectif de réduction de l'aléa moral découlant de la notion de *too big to fail*²⁵.

9. – Modalités des exigences de MREL sous BRRD2 – L'exigence de MREL doit correspondre à la somme du « montant nécessaire à l'absorption des pertes » en cas de résolution (soit le montant des fonds propres réglementaires applicable à l'entité considérée²⁶) et du « montant de recapitalisation »²⁷ nécessaire pour permettre à l'entité considérée de satisfaire à nouveau, après absorption des pertes, à ses exigences de fonds propres dans un objectif de poursuite d'activité, conformément à la stratégie de résolution adoptée. À ces deux montants peuvent s'appliquer des coussins de prudence (*market confidence charge*)²⁸. L'exigence de MREL implique donc que l'entité considérée dispose de coussins suffisants de fonds propres et de passifs éligibles pour remplir cet objectif. Le niveau minimum de MREL à respecter est fixé par une décision des autorités de résolution propre

21. « *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* ».

22. Considérant 79, BRRD.

23. Considérant 1 du règlement délégué (UE) 2016/1450 de la Commission du 23 mai 2016.

24. Le document « *Expectations for Banks* », publié par le CRU en 2019, détaille les conditions à mettre en œuvre par les banques pour être jugées « résolvables ».

25. A. Singh, « *Too big to fail banks : examining the "how" of breaking up* », Harvard Law School, May 2013.

26. Article 1, Règlement délégué (UE) 2016/1450 de la Commission du 23 mai 2016.

27. Article 2, Règlement délégué (UE) 2016/1450 de la Commission du 23 mai 2016.

28. M. Benyaya, C. Bidet, D. Donchev, A. Varsani, « BRRD2 : quelles conséquences pour les banques européennes ? », Revue Banque n°830, 25 février 2019.

à chaque établissement²⁹, et aucun niveau chiffré ne figure donc dans les textes. La fixation de ce niveau intègre néanmoins la prise en compte des contraintes du TLAC³⁰ pour les banques qui y sont soumises, c'est-à-dire les EISm³¹. Il convient ainsi de distinguer schématiquement trois types d'exigences de MREL différents :

- le MREL total ou consolidé, applicable au niveau du groupe de résolution (constitué en général de l'entité de résolution et ses filiales), calibré en RWA³² et en exposition du ratio de levier³³ ;

- le MREL dit « subordonné », c'est-à-dire le MREL total hors dette senior préférée, similaire dans l'esprit au ratio TLAC défini dans CRR2, bien que les modalités de calibrage et de calcul ne soient pas parfaitement identiques³⁴ ; et

- le MREL interne, applicable à titre individuel, calibré et à respecter en RWA et en exposition au levier, qui suppose des évolutions structurelles dans les politiques de refinancement des filiales au sein des groupes³⁵.

10. – Exigence de subordination – De nature contractuelle, structurelle ou légale, la notion de subordination des créances est caractérisée par un critère d'ordre des remboursements bien que sa qualification juridique demeure discutée en droit français³⁶. En principe, tous les engagements non subordonnés, c'est-à-dire principalement des créances ordinaires non garanties³⁷, sont éligibles au MREL. Toutefois, les textes ont introduit une exigence potentielle de MREL à respecter par des engagements subordonnés³⁸. S'agissant de l'exigence de subordination, l'adoption de la directive sur la hiérarchie des créanciers en 2017 a entraîné une modification substantielle du rang des instruments de dette non garantie³⁹ : ce texte s'est inspiré de dispositions de droit français de la loi dite SAPIN 2⁴⁰ en introduisant une nouvelle catégorie d'instruments de dette permettant aux établissements de se conformer plus facilement aux nouvelles exigences TLAC et MREL. Son adoption permet de pallier l'absence de règles harmonisées au niveau de l'Union et les divergences importantes entre les régimes nationaux. La classe de titres, dénommée « dette senior non préférée » (« SNP ») donne aux établissements de crédit la

29. Article 45 quater, BRRD2.

30. À noter que la méthodologie de calcul du MREL ne comprend aucune déduction, contrairement à celle du TLAC qui prévoit la déduction des instruments de dettes éligibles au ratio mais détenus par d'autres banques systémiques mondiales.

31. Pour « Établissements d'importance systémique mondiale ».

32. Pourcentage de l'exposition au risque (exigence en *Risk Weighted Assets*).

33. Article 45 quater, BRRD2.

34. Article 45 quinquies, BRRD2 : l'exigence de MREL subordonné est exprimée en pourcentage des RWA et de l'exposition levier, ainsi qu'à 8 % du TLOF (*Total Liabilities and Own Funds*), soit le bilan prudentiel, pour les grandes banques.

35. Article 45 septies, BRRD2.

36. Z. Sekfali, *Droit des financements d'entreprise*, RB, coll. Droit, 2^e ed., 2018, p. 67 et s.

37. V. Frédéric, « Les impacts du bail-in sur le modèle bancaire », RB n° 779, 24 déc. 2014.

38. *Ibid.*

39. Directive (UE) 2017/2399 modifiant la directive 2014/59/UE (BRRD) en ce qui concerne le rang des instruments de dette non garantie dans la hiérarchie en cas d'insolvabilité.

40. Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

possibilité d'émettre des titres de créance dans une nouvelle catégorie qui absorbe les pertes en liquidation après les instruments de fonds propres et les instruments subordonnés mais avant la catégorie des instruments de passif senior préférés. À l'instar de la loi française, le rang en insolvabilité est conféré par la loi mais l'activation de la subordination est réalisée par voie contractuelle⁴¹, renforçant alors la sécurité juridique tout en laissant de la flexibilité aux établissements. La révision de 2019 précise encore davantage l'exigence de subordination et la BRRD2 distingue⁴² notamment les EISm, les banques de premier rang (*top-tier banks*) et les *fished banks*⁴³, afin de leur imposer de remplir tout ou partie de leur exigence de MREL au moyen d'instruments subordonnés.

Ainsi, l'exigence de subordination a pour objectif principal de limiter les risques de contestations fondées sur le respect du principe de « *no creditor worse-off* » affirmant qu'un créancier ne peut pas être traité de façon moins favorable en résolution qu'en liquidation. Elle permet en effet de faire absorber les pertes par les passifs les plus juniors en éloignant la probabilité de *bail-in* sur les dettes plus seniors, détenues plus largement par des particuliers et des PME. Enfin, il convient de rappeler que l'exigence de subordination aux fins du calcul de MREL est sans préjudice de la possibilité de remplir partiellement l'exigence de TLAC au moyen de passifs non subordonnés, conformément à et dans les limites indiquées par CRR2. Dans l'ensemble, le nouveau texte issu de BRRD2 est donc plus exigeant s'agissant de la subordination.

11. – Calibrage du MREL – Le calibrage du ratio MREL est déterminé au cas par cas afin de rester cohérent avec la stratégie de résolution propre à chaque établissement en fonction de leur caractère systémique. Il s'agit de pouvoir justifier le niveau de MREL imposé sur une période déterminée et d'actualiser ce niveau périodiquement. De plus, la coordination et la fluidité du passage de relais entre autorités de supervision et autorités de résolution est un des aspects clés du succès d'une résolution. Une des principales difficultés du calibrage du MREL par le CRU réside dans la détermination des multiples exigences de MREL qui aboutit potentiellement à la superposition d'exigences consolidées – c'est-à-dire appréciées au niveau du groupe formé par l'entité de résolution et ses filiales – et locales – c'est-à-dire individualisées au niveau de chaque filiale⁴⁴.

B. Le *bail-in*

12. – Caractère « *bail-in-able* » versus éligibilité au MREL – L'article premier de la directive BRRD2 définit la notion d'engagements utilisables pour le renflouement interne comme « les engagements ou éléments de passif et les instruments de capital qui ne sont pas constitutifs du CET 1, AT1 ou *Tier 2* d'un

41. Considérant 5 de la Directive (UE) 2017/2399.

42. Article 45 ter point 4, BRRD2.

43. Établissements dont l'autorité de résolution décide au cas par cas de les assimiler aux *top tier banks*, notamment du fait de leur caractère systémique.

44. K. Elke, « MREL & Fragmentation – The EU Resolution Framework – for more reliable and competitive banks », Eurofi article, 19 avr. 2017.

établissement et qui ne sont pas exclus du champ d'application de l'instrument de renflouement interne »⁴⁵. En application de cette définition, l'instrument de renflouement interne peut être appliqué à tous les engagements, à l'exception notamment des dépôts couverts, des engagements garantis susceptibles d'être utilisés à des fins de couverture, des engagements résultant de la détention d'actifs ou de liquidités de clients ou encore des engagements résultant d'une relation fiduciaire⁴⁶. Mais cette notion ne se substitue pas à la notion d'engagements éligibles déjà visée dans la BRRD⁴⁷, et qui permet le respect de l'exigence de MREL. Ces définitions doivent être articulées avec la notion d'engagements éligibles telle que développée dans CRR2⁴⁸. L'appréhension de ces nouvelles terminologies est complexifiée par le système de renvoi entre BRRD2 et CRR2. Cela conduit néanmoins à retenir que tout engagement éligible au MREL est *bail-inable*. Pour autant, la réciproque n'est pas vérifiée puisque tout engagement utilisable pour le *bail-in* n'est pas nécessairement un engagement éligible au MREL (tel est le cas par exemple des dépôts non couverts par le système de garantie des dépôts).

13. – La reconnaissance contractuelle du *bail-in* – L'article 55 de la BRRD a été amendé par la révision de la BRRD. Ce texte pose le principe de reconnaissance contractuelle du *bail-in* qui prévoit l'obligation pour les établissements assujettis à la BRRD d'insérer dans les contrats régis par le droit d'un pays tiers – c'est-à-dire d'un pays n'appartenant pas à l'UE – des clauses permettant la reconnaissance contractuelle des mesures de dépréciation ou de conversion en CET 1 des engagements conclus au titre du contrat. Ce dispositif de prévention suppose qu'une clause de reconnaissance du *bail-in* par le ou les cocontractants soit insérée dans tous les contrats conclus ou modifiés substantiellement après le 1^{er} janvier 2016.

L'article 55 de la BRRD2 dispose que les engagements dans lesquels cette clause est absente ne sont pas comptabilisés au titre du MREL, ce qui n'empêche toutefois pas l'autorité de résolution d'exercer les pouvoirs de dépréciation et de conversion à l'égard de l'engagement concerné. Néanmoins, une certaine flexibilité de cette exigence réside dans l'appréciation des autorités de résolution qui peuvent décider que l'exigence d'inclusion d'une telle clause ne s'applique pas aux entités qui satisfont déjà aux exigences du MREL sur une base consolidée⁴⁹, sous réserve que les contrats n'incluant pas la clause ne soient pas comptabilisés dans ledit MREL. La BRRD2 prévoit une liste limitative d'exceptions à cette charge réglementaire visant principalement des contrats présentant peu de risques ou des contrats indispensables à la poursuite de l'activité de l'entité⁵⁰. Indépendamment de la clause de reconnaissance du *bail-in* pour les contrats régis par des droits de pays tiers⁵¹, il convient d'indiquer au sein de la communication financière

45. Article 1^{er}, 1), d), BRRD2 modifiant l'article 2 « Définitions » de la BRRD.

46. Article 44, BRRD.

47. Articles 2, point 71 et 45 quater, BRRD.

48. Chapitre 5 bis (Engagements éligibles), articles 72 bis et s., CRR2.

49. Article 45 quater, BRRD2.

50. Article 44, § 2, BRRD.

51. M. Julie, « Clause de *bail-in* : la révision de la directive BRRD va-t-elle régler les difficultés, aggravées par le Brexit ? », Bull. Joly Bourse, n° 03, p. 52, 1^{er} mai 2019.

du groupe et notamment les prospectus d'obligations, que l'application hypothétique de cet outil constitue un facteur de risque pour les investisseurs souscrivant à des instruments *bail-inables*⁵².

II. LES IMPACTS PROPRES AUX GROUPES MUTUALISTES

A. Les spécificités des groupes mutualistes

14. – État des lieux des notions pertinentes – Les organes centraux des réseaux bancaires ont pour mission de « veiller à la cohésion de leur réseau et de s'assurer du bon fonctionnement des établissements et sociétés qui leur sont affiliés. À cette fin, ils prennent toutes mesures nécessaires, notamment pour garantir la liquidité et la solvabilité de chacun de ces établissements et sociétés comme de l'ensemble du réseau »⁵³. Le périmètre d'affiliation d'un groupe bancaire mutualiste comprend donc l'organe central ainsi que toutes les entités qui lui sont affiliées⁵⁴. Selon les cas, le périmètre d'affiliation s'intègre ou se confond avec le groupe bancaire consolidé⁵⁵.

À cet égard, l'article 2 de la directive BRRD2 propose une définition de la filiale par renvoi à la définition proposée à l'article 4, paragraphe 1, point 16) de CRR. Une filiale constitue toute entreprise sur laquelle une entreprise mère exerce effectivement une influence dominante. Dans le cadre des banques mutualistes, la qualification de filiales résulte, pour les entités affiliées à un organisme central, de leur appartenance à un groupe de résolution tel que visé par l'article 2 point 83 ter b) de la BRRD2. La définition de groupe de résolution au sens de l'article précité est conditionnée par la détermination d'une ou plusieurs entités de résolution au sein de ce groupe. Conformément à l'article 83 bis de la BRRD2, une entité de résolution est une personne morale établie dans l'UE désignée par l'autorité de résolution et susceptible de faire l'objet d'une action de résolution dans le plan de résolution.

En conséquence, soit le groupe de résolution comprend une entité de résolution et ses filiales, à l'exception des filiales de pays tiers que l'autorité de résolution exclut, soit, dans le cas d'un groupe mutualiste, le groupe de résolution comprend les membres du périmètre d'affiliation, au sein duquel s'applique le mécanisme de solidarité, mais également les filiales respectives et non affiliées desdits membres.

15. – Stratégies de résolution – Conformément au considérant 4 de la BRRD2, il convient également de distinguer deux stratégies de résolution possibles susceptibles d'être adoptées dans le cadre de l'élaboration des plans de

52. Autorité bancaire européenne, « *Regulatory Technical Standards on contractual recognition of bail-in* », 3 juill. 2015.

53. Article L. 511-31, Code monétaire et financier.

54. M. François, « Les fonds propres des banques mutualistes à l'épreuve de Bâle 3 », in Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, *Autour du droit bancaire et financier et au-delà*, nov. 2017, Joly éditions.

55. Ainsi le groupe Crédit Agricole consolide à la fois des entités affiliées à l'organe central et des filiales de celui-ci.

résolution des groupes bancaires : la stratégie SPE⁵⁶ qui permet à l'autorité de résolution d'exercer ses pouvoirs et d'appliquer les mesures de résolution au niveau de la tête de groupe des entités concernées et la stratégie MPE⁵⁷, qui suppose l'exercice des pouvoirs et instruments de résolution au niveau de différentes parties du groupe, par au moins deux autorités de résolution différentes qui se coordonnent entre elles. La distinction entre ces deux stratégies réside donc réellement dans la possibilité de pouvoir segmenter différentes parties d'un groupe bancaire, en imputant la résolution sur un seul sous-groupe sans impacter les autres.

16. – Mécanisme de solidarité ex ante – Le Document d'Enregistrement Universel 2019 de Crédit Agricole S.A., mentionne, au titre des facteurs de risques (chapitre 5) pour les porteurs de titres, que dans l'hypothèse où l'un des membres du Réseau⁵⁸ – en ce compris les membres qui lui sont affiliés – rencontre des difficultés financières, Crédit Agricole S.A. serait tenue de mobiliser les ressources du Réseau (en ce compris ses propres ressources) au soutien de l'entité concernée. Sur le plan opérationnel, ce mécanisme de solidarité financière interne, qui découle de la loi⁵⁹, implique la mise en œuvre d'un système de transfert interne des pertes et une capacité de recapitalisation des entités en difficulté à l'échelle du réseau. Du fait de cette solidarité, pleine et entière, un ou plusieurs affiliés ne peuvent pas se retrouver en liquidation judiciaire, ou être concerné par des mesures de résolution, sans que l'ensemble des affiliés le soit également⁶⁰.

B. La reconnaissance du mécanisme de solidarité

17. – Aménagements relatifs à la spécificité des groupes mutualistes – Le considérant 22 de la directive BRRD2 et le considérant 20 du règlement SMSR 2 précisent que « Les autorités de résolution devraient pouvoir assurer le respect de l'exigence extérieure de MREL par le groupe de résolution dans son ensemble par différents moyens en fonction des caractéristiques du mécanisme de solidarité de chaque groupe ». Certains groupes coopératifs ont déjà rendu publique leur compréhension de l'impact des conséquences du mécanisme de solidarité sur leur mode d'exercice de la résolution. Par exemple, le Document d'Enregistrement Universel de BPCE, en date du 10 septembre 2019⁶¹, indique qu'en cas de résolution, « des taux de dépréciation et/ou de conversion identiques seraient appliqués aux dettes et créances d'un même rang et ce indifféremment de leur rattachement à une entité affiliée particulière » dans l'ordre de la hiérarchie des créanciers⁶² en résolution. Il

56. « *Single Point of Entry* ».

57. « *Multiple Points of Entry* ».

58. Le Réseau du Crédit Agricole est composé de Crédit Agricole S.A., organe central, des Caisses régionales et des Caisses locales affiliées à ces dernières. Sont également affiliés à ce réseau Crédit Agricole CIB et BforBank.

59. Article L. 511-31, Code monétaire et financier.

60. Document d'Enregistrement Universel de BPCE, en date du 10 septembre 2019.

61. Qui a fait l'objet de deux amendements courant 2019, disponibles à partir du lien suivant : <https://groupebpce.com/investisseurs/resultats-et-publications/documents-de-reference>.

62. Conformément au principe du *No Creditor Worse off than liquidation*, la hiérarchie (ou « *ranking* ») des créanciers, applicable en cas de liquidation des établissements de crédit figurant à l'article

s'agit ici d'une adaptation du principe de traitement *pari passu* des créanciers de même catégorie, tel que prévu à l'article 34 f) de la directive BRRD.

Indépendamment de ces considérations, la directive BRRD 2 et le règlement SMSR 2 prévoient d'adapter les règles de détermination des exigences de MREL pour les groupes mutualistes, notamment en ce qui concerne la prise en compte des engagements éligibles des établissements membres du réseau coopératif pour le calcul des exigences de MREL consolidé applicables au niveau de l'entité de résolution⁶³. En conséquence, la reconnaissance du mécanisme de solidarité permet de distinguer deux scénarios, s'agissant du mode de détermination du MREL pour les groupes mutualistes : ces scénarios sont envisagés par le CRU dans sa récente *MREL policy*⁶⁴, intégrant les dispositions du paquet bancaire⁶⁵.

18. – Premier scénario : la reconnaissance de la pérennité de la solidarité en résolution – Dans sa *MREL policy*, le CRU fixe cinq conditions qui permettent de prendre en compte dans le calcul du MREL consolidé l'ensemble des passifs des affiliés et, conséquemment, de faire bénéficier le réseau coopératif considéré de l'exemption de MREL individuel. Ces conditions sont les suivantes :

1) la capacité d'absorption des instruments de fonds propres émis par toute entité du périmètre d'affiliation est suffisante pour restaurer la solvabilité de chacune des entités du groupe de résolution ;

2) les engagements éligibles émis par les entités du réseau sont *bail-inables* dans le cas où chacune des entités atteint le point de défaillance prévisible ou avérée ;

3) l'absence de risque « matériel » de NCWO dépend de la mise en œuvre d'un ordre de priorité clair sur la distribution des pertes, en particulier en cas d'application de l'outil de *bail-in* sur des passifs éligibles de même rang dans la hiérarchie des créanciers ;

4) une communication financière appropriée à destination des porteurs d'engagements éligibles au MREL, susceptibles d'être utilisables en cas de renflouement interne (section « facteurs de risque » des prospectus) ; et

5) le point de défaillance avérée ou prévisible est déterminé par le CRU, simultanément au niveau de toutes les entités affiliées et de l'organe central, ou au niveau de l'ensemble du groupe de résolution.

En conséquence, le respect de ces cinq conditions permet donc de considérer les passifs des affiliés comme éligibles à l'exigence de MREL consolidé.

19. – Deuxième scénario : la reconnaissance restreinte de la solidarité en résolution – Si les conditions susmentionnées ne sont pas respectées, seuls les passifs de l'entité de résolution à laquelle s'applique le MREL consolidé sont inclus

L. 613-30-3 du Code monétaire et financier, constitue le référentiel facilitant, en résolution, la mise en œuvre de l'outil de *bail-in*. Le *ranking* en résolution, décrit à l'article L. 613-55-5 du Code monétaire et financier est donc une cascade inversée par rapport à ce référentiel.

63. Articles 12 septies (3), RMRU et 45 sexies (3), BRRD révisée.

64. *MREL policy 2020 / 2021* du Conseil de Résolution Unique, « SRB policy under the Banking Package ».

65. A. Thielliet, « Renforcement des attentes relatives à la résolution : avis d'expert », Réflexions réglementaires KPMG, Juin 2020.

dans ce ratio. Néanmoins, la directive BRRD2 et le règlement SMSR 2 prévoient également une exemption conditionnelle de MREL interne pour les filiales ou les affiliés membres du réseau coopératif⁶⁶. Le bénéfice de cette exemption est envisageable à la discrétion de l'autorité de résolution, pour les filiales implantées dans le même État membre que l'entité de résolution, et sous réserve du respect des six conditions cumulatives suivantes, inspirées de l'article 10 de CRR⁶⁷ :

1) la supervision des entités du périmètre d'affiliation, y compris l'organe central, est assurée par la même autorité compétente car les entités sont établies dans le même État membre et appartiennent au même groupe de résolution ;

2) le caractère solidaire des engagements pris par les entités du périmètre d'affiliation ou une garantie permanente desdits engagements par l'organe central ;

3) le contrôle des exigences de MREL, de solvabilité et de liquidité des entités du périmètre d'affiliation est effectué sur la base des comptes consolidés des établissements ;

4) la direction de l'organe central est habilitée à donner des instructions aux directions des établissements affiliés en cas d'exemption accordée à une des entités ;

5) le groupe de résolution respecte l'exigence de MREL consolidé visée à l'article 45 sexies, paragraphe 3 ; et

6) l'absence d'obstacle significatif, en droit ou en fait, actuel ou prévu, au transfert rapide de fonds propres ou au remboursement rapide d'engagements entre les entités du périmètre d'affiliation.

Dans l'hypothèse où aucune des conditions visées au paragraphe précédent et au présent paragraphe n'est respectée, les passifs des affiliés ne sont pas pris en compte pour l'exigence de MREL consolidé et les affiliés ne peuvent pas bénéficier de la dispense de MREL individuel.

★
★ ★

CONCLUSION

20. – L'un des objectifs de ce paquet bancaire consistait à mettre en œuvre la norme FSB⁶⁸ du TLAC et à intégrer cette exigence dans les règles relatives au MREL pour les EISm européens alors même que ces deux métriques poursuivent le même objectif réglementaire : fournir des instruments qui permettent d'absorber les pertes en cas de résolution et de capitaliser la banque mise en résolution. Aussi le texte prévoit-il d'aligner en partie les règles du MREL sur la norme TLAC, en ce qui concerne notamment le dénominateur du ratio, la nature des instruments éligibles (majoritairement subordonnés) et l'interaction avec les exigences de coussin de fonds propres.

66. Articles 12 decies, RMRU et 45 octies, BRRD révisée.

67. Article 45 octies, BRRD2.

68. « *Financial Stability Board* ».

21. – Jusqu'à présent, les niveaux de MREL obligatoires fixés par le CRU pour les groupes les plus complexes ont été déterminés en tenant compte du dogme selon lequel l'outil de *bail-in* ne s'opère pas au niveau du groupe, mais au niveau de l'entité de résolution. Or, dans le prolongement des conditions visées dans la *MREL Policy*, on peut légitimement se demander si les aménagements prévus par le CRU afin de prendre en compte la spécificité structurelle des groupes coopératifs seront reflétés d'une quelconque manière dans la transposition en droit français de la directive BRRD2, qui sera publiée à l'automne.

22. – Malgré le parachèvement de nombreux volets essentiels à la mise en résolution des banques, un problème reste entier et n'est pas traité au sein du « paquet bancaire » de 2019. Il s'agit de la mesure des besoins de liquidité en résolution. Ainsi, bien que la réglementation ne soit pas encore parvenue à maturité sur ces sujets, le Conseil de Résolution Unique prône une approche par « vagues »⁶⁹. Avant d'anticiper les questions de liquidité, il s'agit plutôt de consolider les progrès apportés par la BRRD2 sur le plan opérationnel, aussi bien au sein des banques que du point de vue du dialogue institutionnel avec les autorités compétentes.

69. M-H. Fortés, C. Molinari, « Résolution bancaire : 2019, le calme avant la tempête ? », Veille technique, RB n°833, Juin 2019.

LES SANCTIONS DE L'ABUS DE DROIT DE VOTE EN DROIT DES SOCIÉTÉS

Tatiana Lebbos

Diplômée du Master 2 Recherche Droit des Affaires, Université Paris II Panthéon-Assas

Sous l'encadrement de Monsieur Jean-Jacques Ansault

Professeur Agrégé, Université Paris II Panthéon-Assas

L'abus de droit de vote par les majoritaires et les minoritaires est souvent une manifestation d'une mésintelligence profonde entre les associés. Les sanctions établies par la jurisprudence telles que l'annulation d'une décision abusive, la désignation d'un mandataire *ad hoc* ou l'allocation de dommages-intérêts s'avèrent insuffisants pour assurer la continuité de la société. À la lumière de ces constats, l'objet de cette étude consistera en l'élaboration de sanctions adéquates à l'abus de droit de vote. Ces solutions prendraient alors la forme d'une meilleure instrumentalisation de mécanismes contractuels et sociétaires déjà prévus par le droit positif.

★
★ ★

« On conçoit que la fin puisse justifier les moyens du moins lorsque ceux-ci sont légitimes en eux-mêmes, mais il serait intolérable que des moyens mêmes intrinsèquement irréprochables, puissent justifier toute fin fût-elle odieuse et inconcevable », disait le Professeur Louis Josserand.

Cette situation se réalise lorsque des moyens octroyés par le droit positif, et donc intrinsèquement irréprochables, dérivent en un usage abusif : la situation est parfaitement légale, le droit étant exercé en conformité avec les normes juridiques abstraites qui le consacrent, mais elle n'est pas pour autant légitime. L'abus ne devrait donc pas être protégé lorsque l'exercice d'un droit, tout en respectant la lettre des règles juridiques, viole l'esprit du système juridique lui-même¹. La technique juridique se retourne alors contre les fins qu'elle entend servir. Une nécessité de correctifs se fait alors ressentir, sachant que la difficulté demeure de cerner des comportements légaux mais illégitimes.

La théorie de l'abus de droit intervient afin de prévenir de telles éventualités et d'assurer le respect de la finalité des systèmes juridiques qu'est l'organisation

1. J. Carbonnier, *Introduction au droit civil*, Tome I, Thémis Droit privé, PUF.

harmonieuse des rapports sociaux². La transposition de l'abus de droit dans le cadre sociétal intervient sous la forme de la conception du droit de vote comme un droit-fonction visant la réalisation de l'intérêt social. Face à l'hégémonie de ce droit des majoritaires, les minoritaires assurent une fonction de contrôle de la définition de l'intérêt social par les majoritaires. Le droit de vote octroyé à ces derniers ne vise donc pas uniquement leurs intérêts personnels, mais aussi de contrôler la légitimité du pouvoir des majoritaires. Le droit de vote est en effet octroyé aux actionnaires par le système juridique, en tant qu'outil de la démocratie actionnariale, en contrepartie d'un apport économique. Son usage abusif, bien qu'il soit la traduction de l'exercice par les majoritaires de leur pouvoir, ou de l'exercice par les minoritaires de leur contre-pouvoir, viole l'esprit du système juridique lui-même : l'organisation équitable des rapports sociaux entre actionnaires ou associés.

La jurisprudence, riche dans le cadre de l'abus de majorité ou de l'abus de minorité, dessine une palette de sanctions, connues, qui s'avèrent toutes conjoncturelles. En effet, la nullité de la décision abusive dans le cadre de l'abus de majorité n'est qu'une sanction superficielle qui ne contribue pas à rétablir l'adhésion du groupe. La décision valant acte et la désignation d'un mandataire *ad hoc* se sont principalement vues reprocher l'immixtion directe ou indirecte du juge dans la société. Quant à l'allocation de dommages-intérêts dans le cadre de l'abus de minorité, elle s'est avérée inadéquate au regard des principes de la responsabilité civile et de la quantification du préjudice subi.

Si l'abus de droit de vote peut être issu d'une mésentente ponctuelle à laquelle ces sanctions conjoncturelles peuvent pallier, il s'avère que cet abus de droit de vote est souvent la manifestation d'une mésentente plus profonde entre les associés. Le soulager temporairement par les sanctions déjà prévues par la jurisprudence n'empêchera pas une réitération de l'opposition abusive. À la lumière de ces constats, la problématique serait d'envisager des solutions qui permettent en amont de prévenir l'occurrence de tels agissements abusifs et en aval de les réparer par une solution permanente et efficace plutôt qu'une simple médication d'appoint. Notre étude se situe dans la perspective d'élaborer des solutions complémentaires résultant d'une instrumentalisation de mécanismes contractuels qui ne sont pas suffisamment mis en relief par les demandeurs et par les juges.

« Le droit est la plus puissante des écoles de l'imagination. Jamais poète n'a interprété la nature aussi librement qu'un juriste la réalité »³. Ce sont ainsi les lacunes des solutions prévues par la jurisprudence qui nous appellent à réfléchir à des sanctions plus conformes au maintien de la paix entrepreneuriale et de la bonne gestion de l'affaire. Le droit étant la « plus puissante école d'imagination », il faudrait donc puiser dans les outils contractuels du droit des obligations et des contrats ainsi que les outils sociétaux afin de trouver les solutions appropriées à l'abus du droit de vote. Ces solutions devraient en réalité viser à éviter la rupture du lien qui unit les associés qu'est l'*affectio societatis*, ainsi qu'à restaurer l'esprit de communauté du groupement, en aboutissant à un rapprochement des différentes parties au litige ou à la

2. J. Ghestin et G. Goubeaux, *Traité de droit civil, Introduction générale*, LGDJ, 4^e ed., 1994.

3. J. Giraudoux, *La guerre de Troie n'aura pas lieu*, 1935.

constatation de la disruption du lien initial. Mais dans les deux cas, le traitement visera à assurer une cohésion entre des associés recherchant de par leur participation, l'intérêt de la société et non des intérêts extérieurs à cette dernière.

Aux solutions conjoncturelles mises en œuvre systématiquement par la jurisprudence, existent des solutions complémentaires, proposées par la doctrine ou par quelques décisions jurisprudentielles ponctuelles. Ces solutions peuvent être classées en deux catégories. Certaines paraissent curatives mais sont en réalité inadéquates car incompatibles avec le rétablissement de l'*affectio societatis* (**I.**). Il demeure cependant pertinent de les soulever afin d'illustrer leurs failles à la lumière d'autres solutions qui sont potentiellement opportunes, qui permettraient non seulement de corroder le ciment du groupe mais seraient également en adéquation avec la technique juridique (**II.**). L'efficacité de ces dernières solutions réside dans le fait qu'elles permettent un traitement antérieur d'éventuelles situations de conflit d'intérêts, mais aussi un traitement postérieur dans une perspective de durabilité de la société. Le traitement durable de la société se fera par un filtrage des associés qui recherchent un intérêt extérieur à celui de la société.

I. DES SOLUTIONS INAPTES À PALLIER LA MÉSINTELLIGENCE ENTRE LES ASSOCIÉS

Dans le cadre de l'abus de majorité, le versement de dommages-intérêts aux minoritaires pourrait apparaître comme une sanction complémentaire opportune à l'annulation de la décision abusive dans la mesure où les minoritaires obtiendront une réparation financière à l'issue du dommage causé par l'hégémonie abusive des majoritaires (**A.**). Pour les abus de majorité et de minorité, la dissolution serait une sanction complémentaire à toutes les sanctions conjoncturelles prévues par la jurisprudence lorsque la situation de la société serait irrémédiablement compromise (**B.**). Dans le cadre de l'abus de minorité, la suspension du droit de vote pourrait paraître être une sanction complémentaire opportune en ce qu'elle ajoute à la compensation du dommage subi par les majoritaires, la possibilité de reprendre une décision conforme à l'intérêt social en court-circuitant les minoritaires récalcitrants (**C.**). Mais en réalité toutes ces sanctions sont inadéquates ni en termes de technique juridique, qu'en termes d'opportunité.

A. Dommages-intérêts versés aux minoritaires dans le cadre d'un abus de majorité

Du point de vue de la technique juridique, l'allocation des dommages-intérêts est problématique, concernant tant la détermination des auteurs débiteurs des dommages-intérêts que la quantification du préjudice subi par les minoritaires.

Initialement, l'exercice de la liberté de vote est impropre à caractériser la faute personnelle des associés susceptible d'engager leur responsabilité. La société est donc débitrice de dommages-intérêts⁴. Cependant, après avoir estimé que l'abus était commis par un organe et que la société dans ce cas était engagée par les

4. CA de Paris, 6 mars 1998, *Consorts Horovitz et Baudet c./ Mme Mesny*.

agissements fautifs de cet organe, la Cour de cassation se situe désormais sur le terrain de la responsabilité énonçant que le paiement de dommages-intérêts incombe aux majoritaires⁵.

Du point de vue de la qualification du préjudice des minoritaires, la question s'avère délicate lorsqu'il s'agit de déterminer le préjudice personnel direct subit par les minoritaires. Souvent, l'abus de majorité cause un préjudice à la société elle-même, le préjudice des minoritaires étant réparé par la reconstitution du patrimoine social, comme par exemple dans le cas de la prise en charge de dettes d'une filiale dans le but d'éviter le dépôt de bilan de celle-ci. Dans d'autres cas, la décision irrégulière n'affecte pas la société mais les minoritaires, comme dans le cas d'une mise en réserve des bénéfices. L'indemnisation des minoritaires dans ce cas serait plus légitime. Les minoritaires subissent aussi un préjudice direct et personnel. Cependant, la ligne de démarcation entre préjudice direct et personnel d'une part, et préjudice de la société d'autre part, compromet l'efficacité de l'allocation de dommages-intérêts en tant que sanction efficace de l'abus de majorité. À part, les difficultés de techniques juridiques, l'allocation de dommages-intérêts n'est pas non plus une solution adéquate pour résoudre la mésintelligence entre les associés, comparée aux aménagements conventionnels et statutaires qui permettent de trouver une solution à cette dissidence entre associés majoritaires et associés minoritaires.

B. Dissolution uniquement en cas de paralysie de fonctionnement de la société

Selon l'article 1844-7, 5° du Code civil⁶, la dissolution de la société peut être demandée par un associé pour justes motifs qui prennent généralement la forme d'une inexécution par l'un des associés de son obligation ou d'une mésentente entre les associés qui aboutit à une paralysie dans le fonctionnement de la société. La dissolution présente donc l'avantage d'être une solution adaptée à un conflit entre des intérêts antagonistes. Si les majoritaires gouvernent dans le dessein de satisfaire leurs propres intérêts – par exemple en transférant la richesse sociale dans une autre structure dans le cas d'une filialisation abusive –, la dissolution s'impose. Pourquoi alors maintenir une société dans laquelle les majoritaires eux-mêmes ne retrouvent plus leurs intérêts d'actionnaires ?

La dissolution demeure cependant une solution inopportune en ce qu'elle exige une certaine gravité qui ne peut être prononcée que dans certains cas exceptionnels. Les juges tendent donc à l'éviter en renforçant les conditions de sa mise en œuvre. Selon une interprétation stricte de l'article 1844-7 du Code civil, seule la mésentente entre les associés est concernée par l'exigence de la paralysie du

5. Com., 13 mars 2001, n° 98-16.197, *Mesny c./ Baumgartner* ; Com., 6 juin 1990, n° 88-19420 et n° 88-19783.

6. Article 1844-7, C.Civ. : « La société prend fin : [...] 5° par la dissolution anticipée prononcée par le tribunal à la demande d'un associé pour justes motifs, notamment en cas d'inexécution de ses obligations par un associé, ou de mésentente entre associés paralysant le fonctionnement de la société ».

fonctionnement de la société⁷. L'inexécution de l'obligation est donc une condition autonome de mise en œuvre de la dissolution, sans pour autant qu'elle soit combinée avec une exigence de paralysie du fonctionnement de la société. Mais, la Cour de cassation s'est pourtant engagée dans une manipulation textuelle afin de mettre en relief le caractère grave et dangereux⁸.

La dissolution est une solution complémentaire en ce qu'elle assure une porte de sortie aux minoritaires tout comme le droit de retrait. Mais, ce dernier assure la continuité de la société tout en mettant un terme à la mésintelligence des associés, alors que la dissolution fait disparaître la mésintelligence entre les associés sans pour autant assurer la prospérité de cette société, ce qui ne permet donc pas de lui donner le caractère de solution proprement dite.

C. La suspension du droit de vote dans le cadre de l'abus de minorité

La suspension de l'exercice du droit de vote dans le cadre d'un conflit d'intérêts a pour fondement le devoir d'abstention : la non-participation à la délibération de celui qui porte un intérêt opposé à celui lié à sa qualité d'actionnaire⁹. En ce qui concerne la suspension du droit de vote en tant que sanction à l'opposition abusive des minoritaires, cette solution est rejetée dans la mesure où le droit de participer aux assemblées générales et d'y voter est un droit à caractère essentiel et fondamental¹⁰. Les mesures de suspension du droit de vote ne seraient en réalité qu'une substitution inavouée du juge à l'organe social complètement paralysé par une minorité de blocage¹¹. Cette mesure aboutirait concrètement à ce que la décision valant vote, sortie par la porte de la jurisprudence *Flandin*, rentre par la fenêtre de la suspension du droit de vote¹².

De plus, l'exercice abusif du droit de vote ne saurait avoir pour conséquence la privation de ce droit en application de la lecture jurisprudentielle que faisait la Cour de cassation de l'ancien article 1134 du Code civil : si la règle selon laquelle les conventions doivent être exécutées de bonne foi permet au juge de sanctionner l'usage déloyal d'une prérogative contractuelle, elle ne l'autorise pas pour autant à porter atteinte à la substance même des droits et obligations entre les parties¹³.



7. Th. de Ravel d'Escalpon, « La dissolution judiciaire d'une société en cas d'inexécution de ses obligations par un associé », BJS sept. 2018, p. 484.

8. Com., 3 mai 2018, n° 15-23-456 : L'inexécution de ses obligations par un associé ne permet en application de l'article 1844-7 5°, du code civil, le prononcé judiciaire de la dissolution anticipée de la société pour juste motif qu'à la condition qu'elle paralyse le fonctionnement de la société.

9. D. Schmidt, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, ed. Joly 2004.

10. Com., 9 févr. 1999, n° 96-17.661, *Château d'Yquem*.

11. F.-X. Lucas, « La réparation du préjudice causé par un abus de minorité en droit des sociétés », *op. cit.*

12. Le fait qu'un associé minoritaire ait commis un abus de minorité ne peut avoir pour effet de neutraliser les droits de vote attachés aux parts sociales qu'il possède et permettre aux majoritaires de faire abstraction desdits droits de vote litigieux dans le calcul de la majorité. Ce serait une violation de l'article 1134 du Code civil, violation des règles de majorité prévues dans les statuts.

13. Ph. Stoffel-Munck, « Créancier déloyal dans l'exécution n'est pas moins créancier », D. 2007, p. 2839.

Dans certaines situations, l'abus du droit de vote n'est que la manifestation d'un conflit minime et passager : en ce cas, l'annulation de la décision abusive, la désignation d'un mandataire *ad hoc* ou l'allocation de dommages-intérêts, permettent la réparation de cette mésentente superficielle, et la continuation prospère de la vie de la société. Mais, plus souvent, les abus de droit de vote sont la manifestation d'un mal plus profond entre les associés, d'une rupture du lien de communauté qui les unit de telle sorte que ces sanctions conjoncturelles ne contribuent pas au rétablissement du fonctionnement normal de la société. Le constat est celui de l'inefficacité des sanctions traditionnelles de l'abus de droit de vote, d'où la nécessité de les remodeler.

L'établissement de sanctions plus efficaces à l'abus de droit de vote n'a pas à être pour autant le fruit d'une démarche innovante, mais bien d'une meilleure instrumentalisation des outils que nous offrent le droit des contrats et la pratique sociétaire.

II. DES SOLUTIONS POTENTIELLEMENT OPPORTUNES

Dans le cadre de l'abus de majorité, une solution pourrait prendre la forme d'un droit de retrait mis aux mains des minoritaires assurant à ces derniers un moyen de dissuasion à l'égard des dirigeants les incitant à respecter leur mission ainsi qu'un moyen de répression leur assurant une porte de sortie lorsque les dissensions entre associés deviennent irrémédiables (**A.**). Dans le cadre de l'abus de minorité, une solution pourrait prendre la forme d'une clause d'exclusion dont les justes motifs sont proprement encadrés assurant une porte de sortie aux minoritaires lorsqu'ils ne parviennent plus à une entente avec les actionnaires (**B.**). Le traitement de l'abus de droit de vote peut également se faire en amont prenant ainsi la forme d'une prévention. Ce sera le cas des pactes d'actionnaires et plus spécifiquement des conventions de vote qui organisent les orientations de la société tout en étant susceptibles d'exécution forcée (**C.**).

A. Le droit de retrait de l'associé minoritaire dans le cadre de l'abus de majorité

Un droit de retrait prévu dans le cadre des sociétés commerciales aurait le double mérite de constituer d'une part, un moyen de pression idéal à la disposition de la minorité destiné à maintenir les dirigeants dans le respect de leurs engagements sociaux, et d'une autre, ouvrir une porte de sortie aux actionnaires minoritaires lorsqu'il existe une mésintelligence profonde dans la société permettant ainsi aux minoritaires de pouvoir sortir de la société tout en percevant le prix de leurs parts¹⁴. Cependant, il ne doit pas dériver en un mécanisme trop coercitif pour l'actionnaire majoritaire dans la mesure où le minoritaire pourrait brandir son droit de retrait à chaque décision prise par la majorité qui lui semble inopportune. Deux modalités de mise en œuvre de ce droit de retrait se présentent : la mise en œuvre conventionnelle et la mise en œuvre contentieuse. La première hypothèse serait la modalité conventionnelle du droit de retrait prenant la forme d'une clause insérée dans les statuts avec des conditions d'exercice limitées. Une condition de déclenchement du droit de retrait pourrait être

14. D. Schmidt, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, op. cit.

ainsi rédigée : « dans le cas d'un abus de majorité constaté judiciairement par le juge, l'associé minoritaire peut mettre en œuvre son droit de retrait ». La deuxième hypothèse serait un droit de retrait invoqué par le minoritaire à la suite de la saisine du juge et de la constatation par ce dernier de l'abus de majorité. Tout comme un minoritaire peut demander l'annulation de la décision litigieuse ou l'allocation de dommages-intérêts, il devrait désormais pouvoir invoquer son droit de retrait pour rupture de l'intérêt commun par les majoritaires.

En somme, le droit de retrait assure une porte de sortie aux actionnaires minoritaires suite à la constatation judiciaire d'un abus de majorité. Il assure également une fonction dissuasive à l'égard des majoritaires qui risquent de perdre des moyens de financement de la société, que sont les minoritaires, à un moment critique de la société.

Une autre solution potentielle à la mésintelligence des associés relève de la mécanique contractuelle. Les recours à des clauses d'exclusion statutaires, ou encore à des promesses de cession d'actions des minoritaires aux majoritaires, s'avèrent en effet de plus en plus efficaces depuis la réforme du droit des contrats, et ont l'avantage d'assurer un traitement précoce aux potentielles situations d'abus de minorité.

B. Les clauses d'exclusion de l'associé minoritaire dans le cadre de l'abus de minorité

L'exclusion de l'associé minoritaire s'avère être une sanction efficace lorsque l'abus causé par la minorité ne résulterait en effet que d'une profonde mésentente entre les associés qui, sans pour autant causer une paralysie complète qui aboutit à la dissolution, empêcherait son fonctionnement normal à long terme. La clause d'exclusion pourrait s'avérer être une sanction complémentaire à la nomination d'un mandataire *ad hoc* ou à la condamnation des minoritaires au paiement de dommages-intérêts apportant ainsi un complément opportun à ces solutions conjoncturelles lorsque la mésentente profonde entre associés pourrait guider la société vers une impasse. Cependant cette clause est soumise à pléthore de conditions de validité qui l'enferment dans un certain cercle vicieux. Le respect des droits de la défense, la nécessaire clarté des motifs d'exclusion des associés, et le droit de vote de l'associé exclu, compromettent son efficacité en tant que sanction de l'abus de minorité. L'alternative à l'hostilité de la jurisprudence à de telles clauses d'exclusion serait le recours à une promesse de cession d'actions ou d'une clause d'éviction, s'inspirant ainsi des arrêts du 6 mai 2014¹⁵ et du 29 septembre 2015 de la Cour de cassation¹⁶. Ces promesses de cession d'actions n'étant pas soumises aux mêmes conditions de validité des clauses d'exclusion, leur souplesse encouragerait donc les praticiens à prévoir des clauses d'éviction statutaires ou des promesses de cession d'actions extrastatutaires afin d'éviter un nid de contentieux résultant des clauses d'exclusion¹⁷. On pourrait alors imaginer une promesse de cession d'actions par les

15. R. Mortier, « De l'art d'expulser un associé sans encombre », Dr. sociétés, déc. 2014. La Cour de cassation qualifie la clause de promesse unilatérale de vente plutôt que d'une exclusion, l'engagement souscrit par un associé conférant aux parties une option de rachat de ses droits sociaux en cas de cessation des fonctions.

16. Com., 29 sept. 2015, n° 14-17.343, *Icard c/ Société Socotec France*.

17. R. Mortier, « Ne pas confondre exclusion et éviction de l'associé », Dr. sociétés, mars 2016, p. 12.

minoritaires dont le fait générateur serait la levée de l'option d'achat par les majoritaires à la constatation judiciaire d'un abus de minorité. La nécessité d'une constatation judiciaire permettra d'assurer le bien-fondé de la mise en œuvre de la promesse de cession d'actions en évitant d'une part, le risque d'arbitraire dans la mise en œuvre de la promesse de cession d'actions par les majoritaires, et d'une autre, la contestation par les victimes de ce rachat au motif que l'évènement qui a déclenché la levée de l'option n'est pas véritablement un abus.

Une autre proposition curative de nature contractuelle consiste à prévoir à l'avance les hypothèses d'abus de droit dans le cadre des pactes d'actionnaires. Cette solution consisterait à utiliser un outil commun de la pratique sociétaire pour prévenir des hypothèses d'abus de droit de vote.

C. Les pactes d'actionnaires

Les pactes d'actionnaires sont une manifestation de la contractualisation du fonctionnement des sociétés. Le recours aux pactes d'associés se développe dans toutes les sociétés car il permet d'anticiper certaines tensions pouvant naître entre les associés et/ou dirigeants tout au long de la vie sociale¹⁸. L'efficacité de ces pactes d'actionnaires en tant que sanctions de l'abus de droit de vote se mesure par la possibilité de leur exécution forcée. Le renouveau de l'intérêt pour l'exécution forcée des contrats par l'article 1221 du Code civil de la réforme du droit des contrats¹⁹ encourage les conseils des parties au pacte de s'en prévaloir pour inciter les juges à faire droit aux demandes d'exécution. La question de l'exécution forcée de ces conventions de vote pourrait cependant particulièrement se poser dans le cadre de l'abus de majorité et l'abus de minorité.

En ce qui concerne l'abus de minorité, l'exécution forcée prononcée par le juge présente l'avantage de pouvoir éviter les controverses rencontrées dans le cadre de la décision valant vote et du mandataire *ad hoc*. La différence entre l'hypothèse de l'abus de minorité et l'exécution forcée d'un pacte d'actionnaire réside dans le fait que, dans le premier cas de figure, il s'agit d'un débat sur l'opportunité de la délibération litigieuse fait par le juge alors que dans le second cas, l'associé a déjà accepté le principe de la décision qu'il s'agit de prendre²⁰.

En ce qui concerne l'abus de majorité la question est plus controversée, dans la mesure où une décision a déjà été prise : l'exécution en nature de la convention prendrait alors la forme d'une nullité de la décision litigieuse prise par l'assemblée qui se heurterait au principe « pas de nullité sans texte » du droit des sociétés²¹. En effet, l'article L. 235-1 du Code de commerce limite les nullités des décisions d'assemblées ordinaires et extraordinaires, et la violation d'un pacte d'actionnaires n'en est pas une. L'efficacité des pactes d'actionnaires dans la prévention des abus de majorité pourrait donc être mise à mal par les principes de droit des sociétés.

18. E. Lamazerolles, « Quelques idées reçues sur les pactes d'associés », JCP E, n° 28, p. 17

19. Article 1221 C. Civ. : « Le créancier d'une obligation peut, après mise en demeure, en poursuivre l'exécution en nature sauf si cette exécution est impossible ou s'il existe une disproportion manifeste entre son coût pour le débiteur de bonne foi et son intérêt pour le créancier ».

20. F.-X. Lucas, « L'exécution forcée des conventions de vote », BJS juill. 2011, p. 625.

21. E. Lamazerolles, « Quelques idées reçues sur les pactes d'associés », *op. cit.*

De plus, qu'il s'agisse d'un cas d'abus de majorité ou de minorité, l'efficacité des pactes d'actionnaires se heurte à la définition des types d'opérations formant l'objet des engagements des actionnaires.

L'efficacité des conventions de vote dans le cadre de l'abus de majorité et de minorité présente donc l'intérêt d'être une méthode de prévention des conflits, mais se heurte cependant à des difficultés.



En conclusion, l'étude de l'efficacité des solutions potentiellement opportunes pour pallier la mésintelligence actionnariale ne permet pas d'apporter une solution tranchée à la question de la sanction de l'abus de droit de vote dans le cadre des sociétés. Cette dernière ne relève pas uniquement de la technique juridique, mais aussi de l'opportunité juridique. Il s'agit non seulement de connaître les sanctions prévues dans le cadre de l'abus de droit de vote, mais aussi de savoir choisir la combinaison convenable entre les solutions conjoncturelles prévues par la jurisprudence et les solutions qui peuvent lui être complémentaires, et ce en fonction des circonstances dans lesquelles est intervenu l'abus, propres à chaque société. Les solutions doivent être en phase avec le contexte de chaque société, elles sont en effet différentes selon que l'on se trouve dans une petite SARL ou dans une multinationale, dans une société familiale ou dans une société avec un actionariat épars recherchant uniquement le gain économique.

Le juge dispose néanmoins d'une large panoplie de sanctions dont l'usage est soumis à sa libre appréciation et aux demandes des parties à l'instance, les situations de vote abusif n'intervenant pas toutes dans les mêmes circonstances. Dans certains cas par exemple, la levée de l'option d'achat par les majoritaires d'une promesse de cession d'actions n'est pas nécessaire, dans la mesure où la mésentente pourrait être résolue par une amélioration du dialogue actionnarial entre majoritaires et minoritaires, et une condamnation des minoritaires au versement de dommages-intérêts. Dans d'autres situations, comme dans le cas de multinationales ou de sociétés cotées, la concurrence du marché et les impératifs économiques exigent une prévention des hypothèses d'abus de droit de vote. L'abus de majorité et l'abus de minorité étant nocifs au fonctionnement d'une société qui doit toujours être en phase avec les évolutions du marché et répondre ainsi aux exigences d'efficacité et d'impérativité, il est ainsi nécessaire de recourir aux conventions de vote. L'uniformisation des sanctions étant impossible, cela ne nous empêche pas pour autant d'encourager l'usage de dispositifs à bon escient tels que le droit de retrait, les promesses de cession d'actions ou les conventions de vote. Une appréciation au cas par cas demeure fondamentale pour trouver une bonne articulation des différentes solutions compatibles avec le problème en cause.

