

La bourse  
aujourd'hui : quelle  
attractivité pour les  
entreprises mais aussi  
les épargnants ?  
Évolution de la  
réglementation, quête  
de sens, pédagogie...  
Quelles réformes pour  
l'avenir de la place  
financière de Paris ?

**Actes du colloque<sup>1</sup> du 9 avril  
2015 organisé par Droit &  
Croissance<sup>2</sup>, le Centre  
européen de droit et  
économie<sup>3</sup> - ESSEC et  
CapitalCom<sup>4</sup> sous la  
direction de Viviane  
de Beaufort<sup>5</sup>**

**Intervenants : Viviane de Beaufort, Cindy  
David, Marie Ekeland, Marc Lefèvre,  
Caroline de la Marnierre, Didier Martin,  
Frank Martin Laprade, Yannick Petit, Alain  
Pietrancosta, Michel Prada, Hubert  
Preschez, Sébastien Raspiller, Patrick  
Renard, Sophie Vermeille, Caroline Weber<sup>6</sup>**

**Accueil de Monsieur de Forges**

*Directeur Général Adjoint AG 2R La Mondiale*

Vous souhaitant la bienvenue dans cet amphithéâtre, je souhaite souligner l'actualité et le grand intérêt du thème de votre Colloque : l'attractivité de la place de Paris et le financement des entreprises ainsi que la place du droit au cœur de cette problématique. Vous êtes, en plus, en pleine actualité, quand je vois le thème de votre 1<sup>re</sup> table ronde sur la loi Florange, alors que l'affaire Daily motion fait la une de la presse, je me dis que ceux qui pensent encore que le droit est une image retardée de la vraie vie, ont radicalement tort. Bien souvent le droit précède ou plus exactement il permet. Le droit et l'évolution du droit est en elle-même un élément capital de la dynamique et de l'attractivité des organes économiques pour tel ou tel mode d'opération ou activité ; de leur matière grise d'abord, puis éventuellement de leur chair et leurs muscles ensuite. L'attractivité de la place de Paris est de longue date un sujet d'intérêt majeur pour moi, j'ai eu l'occasion de l'évoquer déjà souvent auprès de plusieurs des personnes présentes aujourd'hui : le président Prada, Didier Martin et d'autres, croisés dans divers cercles. Cette problé-

1 À AG2R La Mondiale, Paris.

2 [www.droiteteroissance.fr](http://www.droiteteroissance.fr).

3 [www.cede-essec.edu](http://www.cede-essec.edu).

4 [www.capitalcom.fr](http://www.capitalcom.fr).

5 Professeure de droit à l'ESSEC BS, fondatrice et co-directrice du Centre européen de droit et économie.

6 Avec l'aide de Grégoire Jouffroy sur une prise de notes d'Aude Boisdron, Laurent-Victor Clain, Clémence Comte, Claire Deblock, Hugo Girard, Augustin Gridel, Vladimir Maillot, Basma Mansouri, Julia Michorzyk, étudiants à l'ESSEC - cursus Droit et étudiants du M2 Juriste d'affaires de Paris XI-Sceaux.

matique de la compétitivité de notre place et notamment de notre droit est centrale. Ma maison est heureuse de vous accueillir, considérant en effet, vu son positionnement général, que le développement des activités économiques et particulièrement celui des investissements en France et par les entreprises françaises est une clé de notre prospérité commune.

Je vous souhaite d'excellents débats, je suis navré de ne pouvoir y assister, mais je ne manquerai de lire les Actes que vous réaliserez.

## Introduction

**Sophie Vermeille**

*Présidente de Droit & Croissance<sup>7</sup>*

Avant d'aborder les thèmes riches et variés de ce colloque, je vous propose un petit retour en arrière ou plutôt une prise de hauteur sur la fameuse question du rapport entre la finance et la croissance. La crise de 2008 a mis en lumière un certain nombre de phénomènes et de comportements : l'appât du gain, la question de la finance à court terme. Cette finance qui présentait certains aspects négatifs a provoqué des externalités, autrement dit des coûts pour la société et qui ont nécessité que les gouvernements interviennent, en particulier pour refinancer des établissements privés. Bien entendu, les régulateurs ont essayé de réagir et la question qui se pose souvent est de savoir si les régulateurs sous la pression des politiques interviennent toujours au bon moment, trop vite ou trop lentement. Dans le contexte de 2008, compte tenu de l'ampleur de cette crise et de son coût, l'envie a été forte de réguler très rapidement, parfois peut-être trop vite. En prenant un peu de recul aujourd'hui, on s'aperçoit que le chemin emprunté n'était pas si mal. Pour que ce chemin mène vers une régulation efficace, une conjonction d'efforts entre juristes, financiers et économistes est requise. C'est précisément l'objet du think tank Droit et Croissance qui part du constat que pour parvenir à mieux réguler les marchés financiers, il est capital de travailler ensemble, nous autres juristes, économistes et financiers.

J'ai bien conscience d'avoir, à ce stade de mon intervention, présenté un visage bien négatif de la finance, et je n'en resterai pas là. On a oublié que la finance favorise la croissance. Au même titre que le droit, elle est un rouage qui, si elle ne participe pas fondamentalement à la création de la croissance, celle-ci reposant, selon les économistes, sur l'investissement dans le capital humain et physique, demeure essentiel. Les économistes se sont d'ailleurs demandé si la croissance pouvait exister sur le long terme sans la finance et si les marchés financiers contribuaient à la croissance.

Les marchés financiers permettent, en effet, une allocation plus efficace du capital, une meilleure information et permettent de sélectionner les projets les plus prometteurs. Cela participe à l'idée très chère à Droit et Croissance selon laquelle, il faut favoriser la destruction créatrice, c'est-à-dire le renouvellement dans la perspective d'une perpétuelle évo-

lution et sélection des projets. Les marchés financiers permettent également une amélioration du taux d'innovation technologique, grâce à une meilleure identification des entrepreneurs et partant, une meilleure sélection des entreprises. Un lien est à faire également entre les marchés financiers et une meilleure gouvernance de l'entreprise, ce qui se concrétise dans la mise en place de *checks and balances*. Il est primordial que des contre-pouvoirs existent au niveau politique, mais également à l'échelle de l'entreprise. Soulignons aussi que les marchés financiers contribuent au développement du commerce international. Dans cette période de grande volatilité, les marchés financiers permettent grâce aux produits dérivés, d'accompagner nos entreprises et de couvrir un certain nombre de leurs risques. Enfin, et cela peut surprendre, les marchés financiers permettent de réduire un certain nombre d'inégalités, en particulier dans les pays dans lesquels l'accès au crédit est difficile. Le thème de ce colloque porte davantage sur les marchés de capitaux *equity*, mais un parallèle est à dresser avec les marchés obligataires sur lesquels il y a de grands enjeux à l'heure actuelle, dans le contexte de l'évolution de nos institutions bancaires.

Pour toutes ces raisons, la finance est au cœur des préoccupations de Droit et Croissance dont les réflexions portent sur sept domaines : *law and finance* qui est le sujet central d'aujourd'hui, marchés de capitaux ; résolution bancaire dans l'Union européenne (Droit et Croissance a été consulté par le gouvernement il y a deux ans au moment du débat sur la loi de séparation des activités bancaires et en particulier sur les mécanismes de résolution des faillites bancaires) ; gouvernance d'entreprise ; restructuration financière et opérationnelle : nous sommes très impliqués sur la réforme du droit des faillites ; PME et innovation ; concurrence ; smart régulation (comment créer les outils processuels adaptés pour créer la bonne norme).

Je remercie mes deux partenaires du colloque : le Centre européen de droit et économie de l'ESSEC dirigé par Viviane de Beaufort et CapitalCom dirigé par Caroline de la Marinière ainsi que tous nos soutiens.

## Propos introductif

**Michel Prada**

*Président du Haut comité juridique de la place financière de Paris et du CNOCP au Ministère du budget, des comptes publics, de la fonction publique et de la réforme d'État*

Cette intervention me permettra de présenter le Haut comité juridique de la place financière de Paris dont je viens de prendre la présidence et, en cette occasion de rappeler l'importance d'un droit performant pour l'attractivité de notre place financière ; il s'agit moins pour moi de traiter les sujets de fonds que vous aborderez que de présenter à travers nos objectifs et nos méthodes, la question de la contribution de notre droit à la compétitivité de notre place. Le Haut comité est le fruit d'une réflexion qui a cheminé, depuis quelques années, conduite par quelques excellents juristes en coopération avec les autorités financières : l'AMF, la Chancellerie, la Banque de France, l'ACPR, le Trésor, etc. Le Haut comité juridique de la place de Paris qui vient d'être constitué s'inspire de certains exemples étrangers : le FMLC londonien et les comités analogues de New York, Tokyo et Francfort. Il s'agit en effet de prendre en compte la nouvelle donne de l'environnement juridique dans laquelle s'inscrit l'évolution des marchés financiers : globalisation, intégration

7 Droit & Croissance (Rules for Growth) est un institut indépendant ouvert aux juristes, économistes et acteurs privés ayant pour objectif de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'analyse économique du droit comme vecteur d'efficacité économique. Le think tank réalise des études et interpelle les décideurs en portant ses expertises. [www.droit-et-croissance.fr](http://www.droit-et-croissance.fr)

européenne, notamment projet d'intégration des marchés de capitaux, etc.

Plusieurs cercles de réflexion existent d'ores et déjà qui font un excellent travail, dont Droit et Croissance est l'un des plus actifs, Paris Europlace a également fondé un comité Droit que j'ai l'honneur de présider qui a fourni nombre de propositions utiles pour faire évoluer notre droit financier. L'apport spécifique du Haut comité est de réunir, sous les auspices des régulateurs (AMF, Banque de France), des individus choisis exclusivement à raison de leurs compétences, il ne comporte pas de représentation professionnelle. Nous réunissons aujourd'hui treize membres : avocats, magistrats, praticiens de l'entreprise, universitaires, dont certains sont d'ailleurs parmi nous ce matin. Nos statuts permettent un élargissement limité qui pourrait permettre de renforcer la présence d'opérationnels ou d'économistes ou financiers. Les autorités de place qui parrainent le comité et en assurent la logistique sont associées à nos réunions et à nos délibérations. Gérard Gardella qui était directeur juridique à la Société Générale est le secrétaire général de notre Haut comité et en assure l'administration.

Quant à ses objectifs, le Haut comité, qui s'est déjà réuni en deux occasions, depuis sa création récente, a adopté délibérément une approche ambitieuse. Il entend revisiter les grands sujets que pose l'ouverture de la place de Paris à une concurrence toujours plus vive de la part de nos partenaires européens et internationaux. Il s'agit d'analyser les données d'environnement de cette concurrence, par-delà les problématiques des rapports de force entre les acteurs, et de confronter la performance relative des dispositifs juridiques qui régissent leurs activités et leur capacité d'innovation.

Nous souhaitons aborder de manière fondamentale certains sujets, identifiés de longue date, mais rarement considérés de manière synthétique, tant il semble parfois impossible de s'attaquer aux « monuments » de notre droit. Nous sommes également à la disposition de nos autorités qui souhaiteraient éventuellement en urgence recueillir notre avis sur certaines questions, comme cela se pratique notamment au Royaume-Uni.

Afin de démarrer vite, nous avons établi un agenda en deux étapes.

La première étape a pris en compte la réflexion de nos membres et de nos parrains et elle a permis d'identifier trois sujets immédiatement pris en charge par trois groupes de travail :

- la compétitivité de notre droit du titre ;
- la question du monopole bancaire ;
- la méthodologie des processus de réforme législative et réglementaire.

La deuxième étape est en cours : elle consiste en un appel à projets, lancé auprès de plus de 80 correspondants : grandes entreprises cotées, associations professionnelles, auxquelles nous avons demandé d'identifier les facteurs de risque pour la compétitivité de la place qui pourraient à l'extrême les conduire à s'en éloigner, ainsi que les réformes envisageables dans certains domaines du droit financier. Sans préjuger de nos conclusions à l'issue de cette consultation, il y a fort à parier que le droit des faillites figure dans ce catalogue.

À la différence de l'excellent travail du Comité Droit de Paris Europlace qui s'inscrit dans la perspective de l'aménagement

pratique et de l'optimisation de nos textes et qui produit régulièrement des propositions d'amendement immédiatement opérationnelles, nous souhaitons nous livrer à des analyses fondamentales. Nous avons pour ambition de réexaminer les équilibres quasi philosophiques qui régissent notre droit au regard, par exemple, de l'arbitrage entre sécurité, innovation et effet de levier ; rapport entre créancier, débiteur et autres parties prenantes ; concurrence et organisation des métiers et des professions.

Notre réflexion s'inscrira dans le long terme et pourra conduire, selon le cas à proposer des réformes profondes ou à articuler des argumentaires solides de défense et illustration du droit français à valoriser dans les débats européens et internationaux. Quant à la méthode, nous souhaitons nous démarquer des approches tactiques et opportunistes, au demeurant nécessaires dans certains cas, qui caractérisent trop souvent les processus législatifs et réglementaires. Il s'agira en premier lieu de réexaminer la cohérence de nos systèmes, d'évaluer les principes et arbitrages qui les sous-tendent et d'identifier les scories que l'histoire a pu greffer sur les architectures initiales au point d'en alourdir ou d'en altérer la fonctionnalité.

Nous souhaitons aussi contribuer à remédier à ce qui apparaît comme une triple faiblesse méthodologique, observée dans la démarche normative de notre pays :

- la séparation des approches juridiques et économiques, paradoxe d'un pays qui s'est de longue date doté de facultés de droit et de sciences économiques. Il nous faut réintégrer la logique juridique et l'analyse quantitative et mobiliser à cette fin, nos chercheurs regroupés dans les laboratoires d'excellence.
- la relative méconnaissance du droit des pays concurrents, de leurs avantages et de leurs handicaps. Il convient d'être plus rigoureux dans nos analyses, d'établir, le cas échéant, des partenariats avec nos homologues afin de confirmer nos vues ou d'identifier des mythes éventuels, voire redécouvrir et valoriser nos avantages compétitifs.
- le manque d'analyse systématique de l'impact d'éventuelles réformes. C'est un sujet difficile mais essentiel. Il est important de dépasser les avis contraires et les conflits d'intérêts qui affleurent dans un premier temps, conflits dont la vivacité met trop souvent en péril les réformes. Il faut aller plus loin et mesurer, voire traiter à l'avance, les effets secondaires pour ne pas renoncer à l'essentiel. Les vicissitudes législatives récentes illustrent l'importance de cette démarche. Vous l'aurez compris notre ambition est grande, mais les qualités et l'enthousiasme des membres du Haut Comité le sont aussi. Nous allons mobiliser les experts et les acteurs de la place. Je me réjouis d'avoir pu mettre à profit cette tribune pour vous présenter notre action.

## Table ronde 1 : L'attractivité de la France en matière d'OPA suite à la loi Florange

*Animée par Viviane de Beaufort, professeure à l'ESSEC BS, co-directrice du Centre européen de droit et économie<sup>8</sup>.*

8 Le CEDE créé à l'ESSEC en 2008 est un Centre de recherches – Think

### Intervention de Viviane de Beaufort

Je suis heureuse et honorée d'être là aujourd'hui et d'être arrivée à organiser ce colloque, parti d'un projet que je porte depuis des mois au sein du Centre européen de droit et économie et que j'ai pu proposer à Droit & Croissance en octobre, puis un peu plus tard à CapitalCom qui nous a rejoint. Entre notre idée de départ et aujourd'hui ce sujet de fond et sensible redevenait un sujet de grande actualité. Merci donc à nos partenaires, un remerciement spécial aux étudiants de l'ESSEC qui sont en charge de la prise de notes, ces jeunes sont nos talents de demain.

Je dois avouer que j'ai une appétence particulière sur le thème des OPA ayant, en son temps, réalisé ma thèse sur l'harmonisation des OPA (de préférence hostiles) en droit comparé et européen et par suite, publié pas mal sur ce sujet, entre autres, en 2006 : « *Governance in the age of takeover bids* »<sup>9</sup> : une somme comparative du droit des (25 à l'époque) États membres qui, comme son titre l'indique, fait un lien entre les OPA et l'interpellation majeure de gouvernance des entreprises parties à l'opération. Dans l'idée de trouver l'inspiration, ce matin, je relisais la préface que Pascal Lamy a accepté de faire à cet ouvrage, il y soulignait la crise de gouvernance majeure qu'une entreprise vit en cas d'OPA hostile, du moins vécue comme telle par les dirigeants, et peut-être également les salariés, et/ou pas forcément les actionnaires.

Voilà le cœur de notre sujet : qui décide qu'une OPA est hostile, le management ou les actionnaires ? Qui peut réagir et dans quelles conditions ? Quel est l'état du droit en la matière et ses conséquences ? Je propose pour tenter de répondre à ces questions essentielles d'utiliser un déroulement en entonnoir, parce que c'est une approche assez pédagogique. Autrement dit, nous allons partir d'un cadrage général que je vais réaliser, à échelle européenne, car le thème du colloque étant l'attractivité de notre place, il s'agit d'être en mesure de comparer quelque peu les droits en la matière, pour arriver à un propos plus précis sur les modifications du droit français découlant de la loi Florange du 29 mars 2014<sup>10</sup>, puis illustrer les conséquences potentielles de ce nouveau droit avec des cas, notamment celui de l'OPA Club Med et, enfin mesurer ce qui a pu se passer en 2014 et se passera pendant la période des AG grâce à une analyse des Résolutions proposées pour contrer l'effet de la loi Florange.

Après une longue période d'atonie, les OPA, contexte économique oblige, sont de retour depuis 18 mois, et des questions enfouies ces temps ci ressurgissent : qui décide qu'une OPA est hostile et qui peut réagir ? Quels sont les dispositifs anti-Opa efficaces, si tant est qu'il puisse y en avoir ? Jusqu'où la Directive OPA de 2004 a (ou n'a pas) donné de réponses en procédant à l'harmonisation de ces questions ? Les pratiques et le droit diffèrent entre États membres, parce que les traditions de gouvernance sont diverses, notamment sur des

.....  
 tank qui travaille sur les thèmes touchant à l'économie et au droit dans une perspective transversale et comparative. Il s'intéresse particulièrement aux incidences de la globalisation sur l'environnement international des entreprises et des États. Documents de recherche, ouvrages, colloques permettent de confronter l'état de la recherche au terrain pour tenter de faire évoluer la norme. C'est également un Centre d'enseignements transversaux et d'échanges entre académiques et praticiens (CERCLES) et d'expertises. www.cede-esssec.edu

9 « *Governance in the age of Takeover bids* », préface Pascal Lamy, Éditions anglaises - Economica, Avril 2009, ISBN 978-27178-5715-3

10 Loi visant à reconquérir l'économie réelle, troisième volet : « Mesures en faveur de l'actionariat de long terme ».

concepts majeurs, tels que l'intérêt social, le rôle des actionnaires, la démocratie actionnariale, le rôle des dirigeants, etc. Quel était le droit français en la matière après la transcription de la directive et quelles modifications sont intervenues à l'aune de la loi Florange ? Quelles conséquences potentielles sur l'attractivité relative de la place de Paris en la matière – versus la réglementation a-t-elle atteint un juste équilibre entre libre jeu du marché et protection des entreprises contre de possibles abus ?

Présentons rapidement les modèles de droit et les pratiques en Europe. Je baserai mes propos sur une comparaison effectuée au CEDE avec une équipe ESSEC-Droit, sur 130 sociétés émanant de 15 États membres et sur une période de plus de trois ans, étude terrain qui a permis d'identifier concrètement à quels dispositifs anti-Opa les sociétés européennes recourent le plus volontiers ; (voir en Annexe). Puis, je donnerai la parole à nos trois experts et amis pour tenter de faire un état du droit depuis la transposition en France de la directive OPA et plus précisément, je vais me permettre de demander à :

- Didier Martin, son analyse des dispositifs anti-OPA liés à la loi visant à reconquérir l'économie réelle dite loi Florange et son sentiment quant à ceux susceptibles de poser problème en termes d'attractivité des investisseurs étrangers. On a à ce jour encore peu de recul, mais j'avoue envisager qu'il soit possible que la loi Florange soit simplement un quasi non-événement, même si elle a défrayé la chronique, non-événement hors de France s'entend.

- Hubert Preschez, d'évoquer plusieurs affaires dont le rocambolesque épisode de l'OPA Club Med et sa perception des conséquences potentielles des dispositions de la loi Florange sur le déroulement des OPA.

- Caroline de la Marnierre, d'utiliser les données tirées du Grand Prix de l'AG sur les dispositifs de la loi Florange. Comment les entreprises désormais soumises à la loi Florange ont-elles en 2014 et vont-elles en 2015 proposer et faire voter des résolutions visant à contrer la généralisation des double droits de vote et/ou des dispositifs préventifs d'OPA permettant à la direction de réagir une fois l'offre déclenchée, tels les bons Breton<sup>11</sup> ? Y a-t-il un impact ? Quel est-il ?

Bref rappel sur les modèles en Europe, après la Directive OPA de 2004<sup>12</sup>, adoptée après 14 ans de débats et diverses moutures, pose différents grands principes essentiels :

- la neutralité du management (article 9) ;
- la limitation des dispositifs anti-OPA préventifs, une fois l'acquéreur disposant d'un seuil de contrôle important (article 11) ;
- une exigence de transparence (article 10).

Cependant, au nom du principe de subsidiarité, excepté quant aux règles de transparence qui s'imposent, ces principes euro-

.....  
 11 Loi du 31 mars 2006 à l'initiative de Thierry Breton, les « bons Breton » permettent à une entreprise d'augmenter son capital en cours d'offre publique en proposant à ses actionnaires des bons de souscription à petits prix, de manière à en renchérir le coût pour l'initiateur de l'offre en raison de la dilution du capital. Ils doivent être autorisés en AG pour une durée de 18 mois maximum et un montant de capital précisé.

12 Directive 2004/25/EC of 21 April 2004 sur les OPA

peuvent faire l'objet d'opting out : c'est l'article 12 du nom étrange en droit, mais assez parlant d'« Arrangements facultatifs ». De plus, les États peuvent choisir d'utiliser le principe de réciprocité : pour faire simple, en ce cas, et c'est le choix de la France, si une entreprise est la cible d'un initiateur lui-même non-opéable, elle aura le droit d'agir pour éviter une prise de contrôle qualifiée par la direction d'hostile, notamment lors de l'avis officiel que délivre le conseil (article 9).

Ainsi il est permis de distinguer, parmi les 27 États membres (il me manque la Croatie), quatre groupes de pays selon le type de transposition :

- les pays baltes, les plus libéraux qui vont respecter les articles 9 et 11 et ne pas utiliser la réciprocité : neutralité du management et pas de dispositifs préventifs. Ils avaient besoin d'attirer les capitaux et, de fait, on attire pas mal de capital (d'origine russe) !
- les pays anglo-saxon qui consacrent la neutralité du management : la parole est aux actionnaires mais, qu'on ne s'y trompe pas, tolèrent certains dispositifs anti-OPA, essentiellement d'origine contractuelle d'ailleurs : des clauses de changement de contrôle (lorsqu'est visé un actif comme un contrat de licence de brevet ou des contrats d'endettement avec une clause de remboursement anticipé) ;
- le groupe rhénan (dont le grand champion sont les Pays-Bas, le Delaware européen) où la logique de gouvernance collective permet l'organisation de préventions assez créatives et qu'au nom de « l'intérêt stratégique de l'entreprise », le Directoire en accord avec le Conseil de surveillance (structure duale) puisse prendre des mesures assez musclées, une fois l'offre déclenchée (augmentation de capital sans AG) ;
- les latins (plus une petite partie de l'Europe centrale), dont la France. La France n'a en fait pas un modèle type clairement et emprunte des dispositifs à l'un ou l'autre système ; à la clé un système souvent complexe et à l'équilibre fragile. Ce système un peu « bâtard » fort intéressant au demeurant, s'explique par le fait que le capital de nos sociétés est très internationalisé : il s'agit donc de respecter les exigences et les attentes des investisseurs souvent anglo-saxons. Dans le même temps, perdurent un rôle traditionnellement fort de la direction et des actionnaires contrôlant (par exemple famille fondatrice) et un droit du travail qui permet aux syndicats d'exercer une certaine pression.

C'est à l'aune de ce système en équilibre fragile qu'il faut juger les dispositifs Florange. Par exemple, quid de la systématisation du droit de vote double pour les titres de sociétés cotées détenus depuis deux ans au nominatif qui « encourage l'actionariat de long terme en le récompensant » ? Le double droit de vote a été toléré par l'Union européenne, après un débat difficile dans les années 2002, comme dispositif de fidélisation des actionnaires à titre d'exception, car il contredit le principe « un titre-une voix », assez largement partagé (même si il y a des exceptions notables également en Scandinavie). Les sociétés proposent-elles, au final, une non-systématisation du double droit de vote aux actionnaires lors des AG, refusant d'aller dans le sens de la loi ? Qu'en est-il de l'autorisation de contrer une OPA « sous réserve – précisons-le – des pouvoirs attribués aux assemblées générales dans la

*limite de l'intérêt social de la société* »<sup>13</sup> ? Quel est le poids du marché et notamment des agences de conseils en vote (les *proxy advisors*) à cet égard ?... N'oublions pas que les entreprises sont d'abord soumises à une logique économique et soucieuses d'attirer des capitaux, même dans des États où la loi et la culture permettent des dispositifs anti-OPA, la plupart d'entre elles ont limité ceux-ci, du moins les plus visibles. L'étude comparée réalisée au CEDE-ESSEC que j'évoquais permet d'identifier au-delà des différences entre pays et/ ou entreprise, une évolution : certaines « poison pills » sont en vogue : les dispositifs contractuels de cession d'actifs ou d'endettement qui nous viennent des USA et ont très largement pris en Europe ou/ et les dispositifs qui permettent au management de réagir avec des autorisations anticipées d'augmentation de capital, tandis que ceux qui s'attaquent directement à la démocratie actionnariale sont abandonnés.

Alors, Didier Martin, dans un contexte de relance des OPA, depuis juillet 2013, relance qui s'explique par le contexte économique : valorisation très raisonnable des entreprises et du crédit, le dispositif de la loi Florange : concrètement, qu'est-ce que cela change et n'est-il pas mal perçu par les investisseurs ?

#### **Intervention de Didier Martin**<sup>14</sup> *Associé au cabinet Bredin Prat*

La réforme récente des offres publiques et d'autres mesures prises de manière quasi concomitante sont intervenues dans un débat qui, à l'origine, a eu du mal à être mesuré : une initiative du gouvernement et du parlement inspirée par une vision assez hostile des OPA, en sens inverse des réactions de la place dramatisant cette intervention. Après pas mal de débats et des modifications, les textes auxquels on a abouti ne sont pas aussi extrêmes qu'on aurait pu le croire et que ce qui a pu en être dit. La loi Florange est, comme souvent, intervenue à la suite d'affaires médiatiques : je pense à l'offre publique du groupe Mittal sur Arcelor, intervenue au moment de la transcription de la directive sur les OPA et qui est en partie à l'origine des choix qui ont pu être réalisés, l'affaire GE avec une réaction sur la législation des investissements étrangers ; la loi Florange porte sans doute le sceau des menaces supposées contre certains fleurons français. Je voudrais évoquer trois dispositions précises de la loi Florange : les droits de vote double ; la consultation du comité d'entreprise (CE) et le rôle du CA et deux autres dispositifs qui ne sont pas issus du texte.

#### ◆ Droits de vote double

L'objectif affiché est de donner une influence plus grande aux actionnaires fidèles, par l'octroi automatique de droits de vote double pour les actionnaires détenant leurs actions depuis plus de deux ans. Certains ont pu y voir une mesure intéressant directement le gouvernement, une quasi instrumentalisation aux fins d'intérêt public, de la loi par l'État actionnaire qui pourrait limiter sa participation, à terme, tout en demeurant un actionnaire influent du fait des doubles droits de vote

13 Article L. 233-32 du Code de commerce. Pendant la période d'offre publique visant une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le Conseil d'administration ou le Directoire, après autorisation du Conseil de surveillance, « peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société ».

14 Voir notamment l'article « OPA : illustration des incertitudes « made in France » » avec Mathieu Francon, in Cahiers de Droit de l'entreprise N° 6, novembre 2014, dossier 36.

qu'il détient. Cet octroi automatique des droits de vote double peut être contré si les actionnaires votent une résolution de rejet, à la majorité qualifiée des deux tiers. Une grande société cotée fait en ce moment l'objet d'un tel débat entre actionnaires, et il est possible qu'un actionnaire disposant de 15 % du capital doté de droits de vote double puisse disposer d'un contrôle de fait, s'il est impossible aux autres actionnaires ne souhaitant pas ce déploiement des doubles droits de vote d'atteindre les 2/3. Ainsi, si ce dispositif de la loi Florange s'applique, on a une inversion de logique avec laquelle il va falloir vivre. Ça n'est pas négligeable d'ailleurs, car en cas d'offre publique, la règle prévoit qu'un défenseur peut intervenir sur le marché jusqu'au seuil de déclenchement d'une offre obligatoire ; or, à partir du moment où il n'a pas l'intention de prendre le contrôle ce qui lui est désormais demandé de préciser, il peut intervenir sur le titre sans déclencher d'offre obligatoire. Or, dans des sociétés cotées, où il y a une présence d'actionnaires significatifs dotés de doubles droits de vote, articulée avec un défenseur achetant des titres sur le marché, il pourrait être singulièrement difficile à un initiateur d'atteindre le seuil de contrôle des 2/3 permettant une modification des statuts.

#### ◆ Consultation du comité d'entreprise

Le second sujet important est celui concernant le rôle des salariés. La loi impose désormais une consultation du comité d'entreprise ou comité de groupe avant que le conseil d'administration ne délibère formellement sur l'offre publique et ne délivre l'avis officiel. Comme souvent avec le droit du travail pour les sociétés cotées, il y a un faux-semblant : le marché ne peut pas vivre pendant un mois sans l'avis de la société, donc celui-ci interviendra inévitablement officieusement sous forme d'un communiqué court qui donne le ton. Le terme consultation est d'ailleurs impropre, car lorsque vous lancez une offre vous ne disposez pas nécessairement de l'ensemble des éléments pour définir vos mesures de restructuration, or, les salariés sont censés être informés et sollicités pour donner un avis sur des projets déterminés de restructuration ou d'évolution de l'emploi dans le groupe. Il y a donc peut être une confusion sur le rôle réel des salariés.

**Hubert Preschez** intervient pour souligner le risque de blocage lié à ce nouveau dispositif, soulignant que ce qu'il a vécu dans la sphère publique lors de la fusion GDF-Suez avec un délai de deux ans, le comité ayant joué la montre, pourrait désormais intervenir de manière plus systématique et polluer le déroulement de l'opération.

**Didier Martin** : Il y a un risque de blocage, oui mais il existait déjà et la loi a encadré cette « consultation » dans le délai d'un mois. Il est vrai qu'en cas de recours judiciaire, le comité peut saisir le tribunal et le tribunal acter que les informations communiquées au comité d'entreprise sont insuffisantes et reporter le délai, ce qui s'est passé avec GDF-SUEZ. Il y a désormais tant d'éléments à fournir pour ouvrir une offre Opa, par exemple l'autorisation sur les secteurs sensibles, etc., que je ne sais pas si ce dispositif est un élément fondamental de ralentissement. Dans l'affaire Club Med précisément, l'avis est intervenu dans les temps, il était d'ailleurs négatif et n'a pas empêché l'opération.

#### ◆ Rôle du conseil d'administration

Le dernier point est celui de l'abandon de la neutralité du conseil d'administration : celui-ci est censé ne plus être soumis au principe de neutralité et peut donc prendre des mesu-

res qui ont pour objet ou pour effet, de faire échouer l'offre. Autrement dit, l'assemblée n'est plus souveraine. Ceci est en fait éminemment théorique. L'examen des résolutions montre que toutes les décisions majeures qui changent la donne sont prises et vont continuer à être prises sur autorisation ou délégation de l'assemblée générale ; les agences de conseil en vote notamment sont opposées à l'octroi de telles délégations aux conseils, par exemple les Bons Bretons ont quasi disparu. Il y a une pression assez forte pour qu'en cas de délégation, il soit précisé, lorsqu'il y a des délégations, que celles-ci sautent en période d'offre. À partir de là, le CA, c'est un peu le roi nu. Même, lorsque le Conseil peut changer la donne, ceux qui décident ce sont toujours les actionnaires. Souvenons-nous de l'affaire ABN Amro, où aux Pays Bas, le Directoire avec le Conseil de surveillance se sont reconnus légitimes pour céder un actif majeur (technique des *crown jewels*) et, alors même que la Cour suprême a reconnu le droit de prendre cette décision, l'initiateur n'a pas renoncé à l'offre et les actionnaires ont eu le dernier mot : ABN Amro a été pris sous contrôle et démantelé. C'est une réalité incontournable, les actionnaires ont le dernier mot, on peut le regretter (ou non), mais c'est ainsi. Ainsi, la loi Florange ne devrait pas entraîner de modification majeure de la pratique antérieure, actée lors de la directive sur les OPA, voire même avant, car il y a toujours eu une pression sur les conseils pour qu'ils soient le plus neutres possible au regard de l'intérêt des actionnaires : l'AG demeure souveraine, hors cas très exceptionnels. En réalité, en France, par ADN, les pouvoirs publics ont un rôle majeur et les associations d'actionnaires passent tout à fait à côté de cette réalité : les associations d'actionnaires souhaitent éviter la délégation, donc le conseil d'administration n'a pas le pouvoir de choisir ce qui lui semble opportun le moment venu. Alors, si on reprend le maillage du contrôle des investissements étrangers et des secteurs sensibles, le sort de l'offre publique va plus souvent dépendre des discussions avec les pouvoirs publics que des décisions du conseil d'administration. Il est ainsi curieux que les associations d'actionnaires dépossèdent le conseil de possibilités d'action, car les pouvoirs publics ont leur propre mission celle de préserver l'intérêt général et pas celle de l'intérêt de la société concernée et des actionnaires. Les négociations qui interviennent entre l'initiateur et les pouvoirs publics, au titre du contrôle des secteurs sensibles, peuvent générer des arrangements lors d'une opération qui seront compatibles avec l'intérêt de l'État, mais pas forcément celle de l'entreprise et des actionnaires. Paradoxe s'il en est d'une loi qui donne une certaine liberté au conseil totalement théorique, c'est l'État qui aura le dernier mot.

**Hubert Preschez** : ne peut-on envisager qu'avec le dispositif des droits de vote double et des sociétés à gros actionnaires de contrôle, il va y avoir à nouveau des pouvoirs confiés au conseil ?

**Didier Martin** : il faut une majorité des 2/3, c'est vrai qu'il peut y avoir des cas de figure où des AG décident de donner des pouvoirs d'action au conseil... Rappelons-nous du cas Hermès, société en commandite où il avait été décidé d'émettre des bons Breton.

**Viviane de Beaufort** : Merci de cette analyse Didier. Deux constats : loi Florange non-événement, en revanche « interventionnisme » de l'ÉTAT qui est à questionner, car les investisseurs étrangers peuvent mal percevoir cette posture des pouvoirs publics. Et une remarque ou un regret sur le fait qu'il n'y ait pas en France de « business judgement rule » à l'américaine. Nous aurons accès avec Caroline de la Marnière à

quelques éléments précis sur les résolutions étant intervenues sur ces sujets. Hubert, ainsi vous avez vécu l'affaire GDF-Suez où en effet, le comité d'entreprise a largement joué la montre ! Nous avons convenu d'évoquer les effets « Florange » potentiels sur l'OPA Club MED. Vous qui avez vécu cette première offre sous l'égide de la nouvelle loi, qu'en pensez-vous ? Une offre, rappelons-le qui a fait l'objet, à partir de l'offre initiale de sept contre-offres, dix mois et des recours judiciaires, une couverture médiatique importante. Est-ce que la nouvelle loi a changé la donne ?

### Intervention d'Hubert Preschez

*Directeur du département M&A France de la Société Générale*

En tant que praticien et horrible financier, pardon par avance des termes ou jargon que je suis amené à employer. L'OPA Club MED est en effet un épisode assez intéressant de l'histoire des OPA en France : trois initiateurs : Global Resort (Bonomi) contre deux actionnaires existants (Axa Private Equity Ardian aujourd'hui, Fosun avec l'équipe de management). Deux aspects intéressants sont à distinguer dans cette OPA :

- la bataille juridique face aux actionnaires minoritaires ;
- la bataille boursière intense avec la série de contre-offres évoquée.

Le déclenchement intervient en mai 2013 avec une annonce de l'opération, recommandée par le CA à l'unanimité avec des engagements de soutenir l'offre apportés par deux gros actionnaires : Air France et la CDC, avec une offre au prix de 17,50 euros. Réaction forte de certains actionnaires minoritaires représentés, la première est celle de SIAM qui se verra débouté de son intérêt à agir puisque les titres ont été achetés après l'annonce et l'ADAM de Colette Neuville, avec en août 2013, deux recours auprès la Cour d'appel de Paris sur la conformité délivrée par l'AMF. Un débat juridique très long, car il a fallu 11 mois pour que la Cour d'appel déboute les requérants et confirme l'avis de conformité de l'AMF, avec un large dépassement du délai d'usage d'environ quatre mois. Le Sénat a alors réagi à bon escient en modifiant l'article 621 du CMF en décembre, en encadrant la procédure dans un délai de cinq mois maximum.

**Didier Martin** : C'est le type même de loi dont on ne sait si elle sera efficace !

**Hubert Preschez** : Il faut espérer que ce délai met une utile pression sur la Cour d'appel, car dans l'affaire du Club Med, le délai de plaidoirie a été totalement déraisonnable et donné une image chaotique du droit boursier français et de la place de Paris. D'autant plus, que l'affaire faisant intervenir un grand investisseur chinois a été très médiatisée, notamment des unes du Financial Times. À la clé, une mobilisation des représentants de la place financière de Paris qui a eu un effet a posteriori, mais pas au cours de l'offre. Notons qu'à la suite de l'achat par Global Resort (Bonomi) de titres au-dessus du prix d'offre pour faire échouer l'offre, l'AMF a appliqué le 30 juin 2014, pour la première fois au cours d'une offre, le dispositif « put-up or shut-up », destiné à préciser les intentions des acteurs et favoriser la clarté des opérations. Ça a été un peu laborieux, mais c'est à saluer : après que la Cour d'appel eut rendu son avis en avril, Global Resort a acheté à plusieurs reprises une quantité de titres importante et à un prix plus élevé que l'offre avec des intentions peu claires. Finalement, c'est seulement le 30 juin que le dispositif formel

de l'AMF a conduit sur la table une offre publique en bonne et due forme à 21 euros par action.

L'application de la loi Florange a d'abord été la gestion du seuil de caducité de 50 % défini sur une base non diluée alors que l'on disposait de plusieurs instrument dilutifs, ce qui a permis d'établir une pratique de place avec les services de Bertrand Durupt. L'autre aspect de la loi Florange, c'est le rôle du comité d'entreprise. Une question fondamentale est celui de sa représentativité, puisque c'était le comité de l'entreprise et non un comité de l'ensemble du groupe. Des associations de salariés qui ne se sentaient pas représentées ont créé leur propre site et émis une musique un peu différente. Une autre question pourrait être la difficulté à faire respecter le délai d'un mois préalable à l'ouverture pour la consultation du CE. Nous l'avons obtenu dans le délai imparti, mais je crains que ça ne soit pas toujours le cas en pratique dans d'autres opérations

Enfin, quant à l'extension de la période d'offre et de contre-offre : il y a eu une surenchère « automatique », reconnue le 11 novembre par l'AMF, avec un achat auprès de deux fonds. Ce relèvement automatique de l'offre dans le cadre de l'article 231-39 pose un problème de libre jeu des offres et un problème d'égalité des actionnaires – il y a un excellent article sur le sujet d'Antoine Gaudemet dans le Bulletin Bourse. Second sujet, la gestion des offres et contre-offres report de clôture, procédure d'accélération, confrontation des offres avec un calendrier donné par l'AMF de 12 jours puis 10 jours, puis 5 jours, délai un peu compliqué à tenir avec un investisseur chinois. Il n'y a pas eu l'utilisation du dispositif de dernière offre, contrairement à ce qui a pu être diffusé comme information, car il a été réalisé qu'en pratique, ça aurait pu être fort compliqué par l'AMF, car il y avait un risque de se retrouver avec deux offres assez similaires et une difficulté à identifier l'offre mieux-disante. Les services de l'AMF ont sans doute eu l'occasion au travers de l'OPA Club Med d'identifier qu'il y a des éléments à clarifier sur ces dispositifs. Pour synthétiser, il est heureux de constater qu'à l'aune des récentes OPA, la réglementation tend à s'améliorer quand sont perçues des insuffisances, mais l'effet Florange m'inquiète surtout quant à la perception des étrangers sur le dispositif de pré-consultation du comité d'entreprise. Nous attendons de pouvoir juger de la réactivité nouvelle de la Cour d'appel.

**Viviane de Beaufort** : Merci Hubert de ce témoignage concret et Didier de vos réactions... Il est vrai que notre droit du travail est globalement perçu comme un trou noir ! Ces sujets pourraient faire l'objet d'un colloque d'une journée mais pour tenir le *timing*, je m'adresse à Caroline de la Marnière. Vous avez créé il y a dix ans maintenant le Grand prix de l'AG<sup>15</sup>, à la clé un suivi méticuleux des AG chaque année. Ce qui nous permet pour ce colloque d'avoir des éléments d'analyse concrets sur les résolutions intervenues en 2014 et celles qui se préparent en 2015, puisque nous sommes à la veille de la période dite des AG. Comment les entreprises ont-elles réagi à la faculté de déroger à la loi Florange finalement prévue après pas mal de débats ? Quid de l'attitude à l'égard de la règle de non-passivité du management ? Y a-t-il eu par exemple une réactivation des bons Breton, dispositif de délégation de pouvoirs du management qui avait eu un franc succès puis a quasi disparu du fait d'un accueil très frais

15 <http://www.capitalcom.fr/assemblees-generales/>.

des actionnaires (à peine 7 % des entreprises du CAC 40 l'utilisent en 2014) ?

**Intervention de Caroline de la Marnierre**  
Fondatrice et dirigeante de CapitalCom<sup>16</sup>

Merci d'abord Viviane de l'organisation de cette manifestation fort importante car de véritables sujets de fonds ont été abordés : le rôle des pouvoirs publics l'équilibre du marché, l'activisme ... Et plus globalement, c'est la répartition des pouvoirs et l'intérêt social de l'entreprise qui sont interrogés.

Factuellement, l'état des lieux que vous m'avez demandé de faire, établit qu'en 2014, 22 sociétés du CAC 40 (55 %) disposaient déjà de droits de vote multiple pour les actions inscrites au nominatif depuis plus de deux ans. Les sociétés ayant leur siège social hors de France n'étant pas concernées par la loi, il reste 14 entreprises, soit 35 %, qui sont donc ciblées par la loi Florange et devront prendre position lors des AG de cette année en proposant – ou non – une résolution visant à rétablir le principe « une action, une voix ». À noter aussi que parmi ces sociétés, trois avaient adopté les droits de vote double par le passé et ont décidé de les supprimer avec le consentement de leurs actionnaires en AG après l'avoir pratiqué : Air Liquide, l'Oréal et Vinci.

Il faut souligner le rôle des agences de conseils en vote (« proxy advisors ») qui ont mené et mènent une campagne contre les doubles droits de vote. Ainsi, l'AFG, ISS et Proxinvest menacent de ne pas voter la reconduction des administrateurs ou des nouveaux mandats si l'entreprise ne propose pas une résolution pour revenir au « one share/one vote » et une coalition d'actionnaires menée par PhiTrust a déposé des résolutions non-agrées par le Conseil quand cela était nécessaire. Ils veulent empêcher l'application de cette loi afin de maintenir la souveraineté des actionnaires. De même, attachés au principe de neutralité du Conseil d'administration, ils attendent que les résolutions concernées – notamment d'autorisation de rachats d'actions ou d'augmentation de capital sans DPS – précisent expressément que l'autorisation ne peut être utilisée pendant une offre publique.

Si l'on regarde les pratiques au niveau du SBF 120 en 2014, huit entreprises ont soumis cette résolution à un vote des actionnaires : sept l'ont passée avec plus de 99 % de voix, un taux d'adhésion exceptionnel ; seul Alstom l'a rejetée à 52 % de votes favorables car l'État a demandé à Bouygues de voter contre dans le contexte que vous connaissez. En 2015, d'après les avis de convocations publiés, 11 groupes du CAC 40 proposent une résolution « one share one vote » à l'ordre du jour. Les motifs récurrents au dépôt de résolution sont les suivants : réticences des agences de conseil en vote et des investisseurs institutionnels à l'égard des droits de vote double ; maintien de l'égalité de traitement entre les actionnaires détenant leurs titres au nominatif et ceux les détenant au porteur ; protection de la démocratie actionnariale traduite par le principe « une action – une voix ».

16 Fondée en 2005 par Caroline de La Marnierre, CAPITALCOM est une agence de communication indépendante, force de proposition en matière de performance responsable. Expert en communication financière, CAPITALCOM a publié – dès 2006 – le 1<sup>er</sup> Baromètre des Attentes des Actionnaires Individuels à l'approche de la saison des AG et le 1<sup>er</sup> Bilan des Assemblées Générales puis – en 2014 – l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir. L'agence accompagne les sociétés qui le souhaitent afin de fidéliser et de développer leur actionariat individuel et salarié. [www.capitalcom.fr](http://www.capitalcom.fr).

En 2015 maintenant, à la lecture des projets de résolution pour le CAC 40, il y a clairement un choix de restaurer la souveraineté des actionnaires. Quelques sociétés, dont Bouygues, souhaitent tirer parti de cette possibilité en proposant une autorisation de rachat d'actions en période d'offre publique ; d'autres s'inscrivent en franche opposition à la loi Florange en y faisant explicitement référence dans le texte des résolutions pour appuyer leur attachement au principe de neutralité ; la majorité des sociétés du CAC 40 respectent les injonctions des principaux *proxy advisors* en évitant les autorisations financières en période d'offre publique, sans faire directement référence à la possibilité qui est offerte par la loi.

Sur la question spécifique de l'émission de bons Breton instaurés en mars 2006, comme exemple de dispositif permettant au management d'agir lorsqu'une Opa est déclenchée, que Viviane de Beaufort m'avait également demandé de vérifier : sept groupes du CAC 40 en proposaient en 2006, seulement cinq en 2010 et trois en 2011. Autrement dit, initialement plébiscité par les entreprises, ce dispositif est désormais perçu comme portant atteinte au pouvoir des actionnaires et Bouygues est actuellement la seule société qui en a fait la proposition en AG. Il est intéressant d'examiner la manière dont les entreprises contrent les dispositifs réglementaires proposés par les pouvoirs publics. Les actionnaires ne sont plus les seuls décisionnaires, Didier Martin l'évoquait. Au travers de ces discussions sur l'opportunité de tel ou tel dispositif, c'est la question de l'arbitrage entre les intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise qui est au cœur du débat. Viviane de Beaufort l'évoquait : le débat, c'est celui des différents modèles de gouvernance et le concept même d'intérêt social de l'entreprise. On assiste aujourd'hui à un certain activisme, des revendications de la part de la société civile pour que les actionnaires assument leur rôle et leurs responsabilités au sein du système aux côtés des salariés dont le poids au capital des entreprises est en augmentation. D'ailleurs, la parole en assemblée générale se libère sur de nombreux sujets qui dépassent la finance ou les métiers. On peut tendre à croire à un modèle plus collectif où les intérêts s'alignent.

**Hubert Preschez :** Je souhaite rebondir sur deux points : quant au pouvoir de l'État, sur une société cotée, il paraît fort compliqué pour l'État de prendre une décision qui lèse massivement le marché ; quant aux délais, plus ils sont longs, plus la démocratie actionnariale est en danger, car dans une offre publique vous commencez avec une base d'actionnaires et plus l'opération s'étend dans le temps plus les *hedge funds* se substituent aux actionnaires, avec à la clé une préoccupation de valorisation à très court terme.

**Didier Martin :** Les décisions de l'État procèdent d'arbitrages liés au maintien d'emplois, d'une filière, etc. qui ont leur légitimité en soi, mais ne sont pas toujours optimales quant à l'intérêt de la société. Sur les délais, soit on fixe dans la loi un délai impératif, mais alors si il y a dépassement du délai, c'est un déni de justice, donc des sanctions pénales contre les magistrats, soit c'est un délai indicatif : cet objectif de cinq mois risque de ne pas être respecté, car la chambre de la cour d'appel qui est d'ailleurs aussi en charge du contrôle de concurrence n'a pas les moyens de statuer : ils sont seulement trois et statuent en chambre collégiale. Les intérêts en matière de concurrence et de marchés financiers sont considérables et les moyens insuffisants.

### Conclusion de Viviane de Beaufort :

En effet, ce concept d'intérêt social sur lequel des centaines de pages ont été écrites au cours des années, est un concept évolutif. Si on l'approche à échelle européenne, les conceptions sont fort diverses entre l'intérêt stratégique de l'entreprise à la rhénane, qui permet des techniques de lutte contre une OPA parfois extrêmes : a été évoquée l'affaire ABN Amro, je pense également à l'affaire Gucci avec un ESOP monté de toutes pièces pour contrer la montée dans le capital de LVMH, puis le chevalier blanc PPR qui monte au capital sans AG et de l'autre, la conception actionnariale de l'entreprise. La notion d'intérêt social en France est un mix des deux et clairement notre réglementation cherche à trouver un équilibre autour de ces oppositions. On pourra conclure des analyses et des faits que si la loi Florange a une portée symbolique forte, car elle modifie potentiellement certains équilibres de gouvernance entre direction et actionnaires, ce qui a suscité nombre de débats internes en France<sup>17</sup>, en pratique la possibilité de renoncer à certains dispositifs a été et va être utilisée par des entreprises soucieuses de conserver une relation sereine avec leur actionariat, d'autant que cela a été souligné, les *proxy advisors* ont fortement réagi. Loi Florange, non évènement ? Le suivi des OPA déclenchées depuis octobre 2013, réalisé par nos étudiants pour le CEDE-ESSEC semble démontrer qu'il n'y a guère d'impact<sup>18</sup>. Peut-être, attention cependant à l'effet d'annonce à l'égard des investisseurs internationaux qui considèrent notre droit comme fort compliqué (ont-ils tort ?). Il sera intéressant d'identifier dans les mois à venir, si c'est la loi ou la loi du marché qui prévaut...

## Table ronde 2 : Intérêt de la Bourse pour une entreprise aujourd'hui ?

*Animée par Alain Pietrancosta, professeur agrégé à Paris I-Sorbonne ; membre du Haut comité juridique de la place financière de Paris.*

### Intervention d'Alain Pietrancosta

Permettez-moi de remercier les organisateurs de la conférence de m'avoir proposé d'animer cette table ronde qui réunit trois éminents praticiens des marchés :

- Caroline Weber, directrice générale de Middenext ;
- Yannick Petit, président directeur général d'Allegra Finance ;
- Frank Martin Laprade, avocat chez JeantetAssociés.

Il fallait en effet cette combinaison de compétences, entrepreneuriale, financière et juridique, pour tenter de traiter du sujet qui nous est assigné : l'intérêt de la bourse pour une entreprise aujourd'hui ? Je remarque le point d'interrogation placé en fin d'intitulé, qui donne une tournure un peu provocatrice au sujet. Faut-il vraiment s'interroger sur l'existence

d'un intérêt à la cotation boursière ? La question pourrait paraître décalée par rapport à l'actualité des marchés, alors que ce début d'année 2015 est marqué par une forte animation sur le front des introductions en bourse : en Europe, 51 opérations ont été recensées à fin mars 2015 (pour un montant d'environ 16,3 milliards de dollars, à comparer avec 49 opérations et 17 milliards de dollars un an plus tôt) ; en France, une douzaine d'introductions a été réalisée depuis janvier sur Euronext et Alternext, notamment dans le secteur des biotech, medtech (dont nous sommes les champions d'Europe).

Ce regain de faveur est compréhensible. Il s'explique par une conjoncture économique propice, des considérations macroéconomiques favorables liées en particulier au resserrement du crédit bancaire à l'économie ou à la faiblesse des taux d'intérêt, qui attire les investisseurs vers des perspectives de rendement, poussant à la valorisation des jeunes entreprises de croissance ; mais aussi à une « conjoncture » juridique plus favorable, marquée par certains assouplissements réglementaires (p. ex. de l'utilisation du schéma proportionné de prospectus, utilisé dans la plupart des introductions de PME sur Euronext Paris en 2014), etc.

Au-delà de cette embellie conjoncturelle, la question n'en mérite pas moins d'être posée. Il suffit pour s'en convaincre d'observer les mouvements structurels longs à l'entrée et à la sortie de la bourse, qui se révèlent eux plus préoccupants. On observe en effet une baisse tendancielle significative des IPO dans le monde, et tout spécialement dans le monde OCDE : selon les chiffres de l'Organisation, alors que l'on comptait en moyenne 1170 IPOs par an dans l'OCDE entre 1993 et 2000, ce nombre est tombé à 650 entre 2001-2012. De même, l'equity levé sur les marchés souffre d'un même mal, dont le montant passe de 135 mds à 70 mds \$ en moyenne annuelle pour les mêmes périodes. Chute qui s'accompagne d'une perte de position dominante des entreprises OCDE, dont la part passe de 80 % du marché dans les années 1990 à 40 % en 2012. Par une sorte d'effet de ciseaux, on observe de l'autre côté une hausse sensible des sorties de cote : depuis 2002, 2000 sociétés se « délistent » par an des marchés au plan mondial. Ce qui signifie que 40 % des sociétés cotées en 2002 ne l'étaient plus 10 ans plus tard. Là encore, le choc est localisé géographiquement et témoigne d'un basculement : entre 2002 and 2011, 78% de ces delistings se sont opérés sur les marchés OCDE. À la Bourse de Paris, le nombre de sociétés cotées a diminué de plus d'un tiers depuis 1970 passant de plus de 1.300 (1970) à moins de 800 (700 delistings entre 2000 et 2012). Ces delistings prennent essentiellement place sur le marché réglementé, avec une hausse relative du poids des delistings volontaires (large majorité des opérations).

La question se pose donc de l'identification des facteurs explicatifs du phénomène, si l'on veut pouvoir peser sur cette évolution. Ces facteurs sont, à l'évidence, multiples. Ils peuvent tenir à l'évolution de l'équilibre du marché, des stratégies entrepreneuriales, à la défiance des investisseurs retail, au développement des sources alternatives de financement... Mais se trouve aussi souvent mis en accusation, ce qui interpelle le juriste que je suis, le remarquable durcissement des contraintes réglementaires pesant sur les sociétés cotées en bourse, qui s'est opéré depuis 15 ans, notamment sous la poussée du droit financier européen, exprimée à travers les fameux textes « Abus de marché », « Prospectus », « IFRS », « Transparence », « MIF » et demain « SRD ». S'il est dicté par des considérations bien compréhensibles de transparence, d'équité et d'intégrité des marchés, on conçoit que ce durcissement puisse constituer aux yeux des émetteurs – et

17 Lire notamment l'interview de Cyril Deniaud et Sophie Vermeille « Le projet de réforme du régime des OPA en France : quels enjeux pour notre pays, quels enjeux pour nos entreprises et leurs actionnaires ? » in Doctrine, RTDF N° 4 - 2013.

18 Un suivi des OPA déclenchées depuis 2013 réalisé avec les étudiants de l'ESSEC dans le cadre des travaux du CEDE (distribué aux participants du Colloque) est à disposition sur demande : [www.Cede-essec.fr](http://www.Cede-essec.fr) et à l'adresse : [http://document.transactive.fr/rtdf/Suivi\\_des\\_OPA\\_en\\_France\\_2014-2015.xlsx](http://document.transactive.fr/rtdf/Suivi_des_OPA_en_France_2014-2015.xlsx)

notamment des entreprises de taille moyenne – un handicap compétitif, comparé aux voies alternatives de financement (private equity ou, demain, crowdfunding).

D'où, au cours de la dernière période, une prise de conscience collective, compte tenu du rôle unique joué par la bourse notamment en termes de financement en fonds propres, qui a débouché sur des efforts réalisés ou en voie de réalisation, au niveau européen et national, dans le sens d'une réévaluation de ces contraintes, afin de revigorer l'attractivité du marché boursier, notamment pour les entreprises moyennes. Citons du côté de l'AMF, l'assouplissement des règles relatives aux introductions en bourse ; et du côté d'Euronext, la mise en œuvre d'EnterNext, qui a facilité en 2014 l'entrée sur les marchés français d'Euronext de 27 nouvelles sociétés ; la révision des règles sur la cotation des placements privés obligataires ; et demain peut-être, la facilitation des sorties de cote pour les sociétés dont le marché des titres se révèle trop illiquide, ce qui peut constituer paradoxalement un argument à l'entrée en bourse.

Au niveau législatif européen, une tendance se dessine à l'allègement de contraintes réglementaires pesant sur les PME cotées, nettement perceptible dans les nouveaux textes Prospectus, Abus de marché, Transparence et MIF. Mouvement appelé, espérons-le, à se poursuivre dans le cadre du programme dit CMU (Capital Markets Union), destiné à remédier à la sur-dépendance au crédit bancaire des entreprises européennes et au sous-dimensionnement des marchés financiers européens. De fait, alors que l'économie européenne est légèrement plus importante que l'économie américaine, le marché de l'equity est deux fois plus important aux États-Unis. De même que si l'Union européenne possède davantage de sociétés cotées que les États-Unis, celles-ci possèdent une capitalisation deux fois inférieure.

Le décor planté, il convient maintenant de faire place aux acteurs, qui vont nous livrer leur sentiment sur cette évolution : faut-il être inquiet de ces tendances et dans l'affirmative, que conviendrait-il de faire pour les enrayer ? Commençons en bonne logique par l'entrée en bourse avant d'évoquer la sortie. Quel est encore l'intérêt de la bourse pour des entreprises ?

#### **Intervention de Yannick Petit**

*Président Directeur Général d'Allegra Finance*

Notre activité est l'accompagnement d'ETI à l'introduction en bourse. On constate un flot d'introductions ces temps-ci, ce qui démontre qu'il y a aujourd'hui plus d'intérêt à être en Bourse qu'à ne pas y être. Ces propos ne concernent pas les entreprises du CAC, mais visent bien les PME-ETI et cet intérêt peut être analysé en deux temps :

#### ◆ Les avantages offerts à l'entreprise

Il s'agit tout d'abord de pouvoir lever des fonds, dans d'excellentes conditions : la Bourse offre le meilleur prix. Si la cascade des financements des entreprises est respectée, la valorisation offerte par la Bourse est certainement la plus élevée que peut obtenir l'entrepreneur en quête de financements, sauf à céder son entreprise mais ceci est un autre sujet. La Bourse offre également la possibilité de mobiliser des montants, en termes de volumes, beaucoup plus importants qu'en placement privé (private equity). On a donc à la fois le volume et le prix. Une fois la société cotée, celle-ci peut recourir aux marchés dès qu'elle en a besoin : battre monnaie, revenir au

marché et utiliser également ses titres comme moyen de financement notamment lors d'acquisitions. Ensuite, et c'est important, elle accroît la visibilité et la notoriété de l'entreprise. Aujourd'hui, s'introduire en Bourse, c'est entrer dans le club fermé de 1000 sociétés. C'est un atout considérable pour les PME-ETI qui sont souvent confrontées à des groupes de dimension internationale sur leur marché. La Bourse renforce la crédibilité de l'entreprise laquelle peut avoir accès à des crédits dans de meilleures conditions. Ensuite, même si c'est un peu caricatural, il y a un effet loupe : seuls les leaders sont en Bourse. C'est aussi un moyen efficace de motiver les salariés à travers des plans de stock-options ou d'attribution d'actions gratuites. Enfin, la Bourse facilite le recrutement et permet de recevoir spontanément de meilleurs CV que dans les sociétés non cotées (image employeur et visibilité).

#### ◆ Les avantages pour les actionnaires et les entrepreneurs

La Bourse offre aux entrepreneurs et aux autres actionnaires un moyen de liquéfier leur participation. Cela permet aux actionnaires financiers de sortir dans de bonnes conditions et aux entrepreneurs de réaliser une partie de leur patrimoine sans perdre le contrôle de la société. La Bourse assure l'indépendance des entrepreneurs fondateurs : il est de loin préférable d'avoir plusieurs milliers d'actionnaires qu'un seul qui pèse sur votre stratégie. La cotation des titres impose la libre circulation des titres et l'égalité de traitement des actionnaires, donc le dirigeant a bien plus d'autonomie que lorsqu'il a quelques actionnaires référents dans le cadre d'un placement privé, les investisseurs vont intervenir dans de nombreux cas de figure avec notre droit très protecteur, faire parfois des pactes entre eux et vous dicter votre stratégie. La Bourse permet enfin une valorisation de la société au cours du temps ; votre banquier voit le patrimoine en temps réel de l'entreprise et vous considère. Enfin, la bourse offre une valeur instantanée des titres de l'entrepreneur, lequel peut à tout moment vendre des actions sur le marché et ainsi diversifier son patrimoine. Les titres peuvent également faire l'objet de nantissement pour l'octroi d'un crédit personnel. Il est enfin, et ça n'est pas négligeable, plus facile de céder ses titres que des actifs, la transmission à vos descendants s'en trouve facilitée. Mon message est donc positif. Il existe des contraintes certes, mais surtout énormément d'avantages. Et maintenant, je vais laisser Caroline Weber vous expliquer le contraire...

#### **Intervention de Caroline Weber**

*Directrice Générale de Middenext*

Je souscris totalement avec ce que vient de dire notre intervenant précédent et cela souligne d'autant un énorme gâchis. Énormément de belles entreprises devraient entrer en Bourse, mais y renoncent, au moins 500. Je n'évoque pas évidemment des segments spécifiques Biotech, etc. Mais de belles entreprises familiales n'y viennent pas. Pour quelles raisons ? Elles n'y viennent pas à cause de la régulation excessive : on a déstructuré les marchés, le système est fou ! Aujourd'hui, un prospectus fait en moyenne 300 pages, c'est lu par personne. Une PME qui entre en bourse, c'est 574 instructions ou recommandations de l'AMF, c'est illisible pour une PME ! Conséquence : les dirigeants des PME ne lisent même plus les recommandations de l'AMF, car ils n'ont ni les moyens ni le temps de s'y consacrer. Ensuite, il y a les IFRS : les entreprises ont été obligées d'adopter les IFRS pour parler à l'AMF et aux analystes et aux investisseurs, mais devant la complexité et l'illisibilité de ces normes, les entreprises mettent en place un deuxième jeu de normes en

comptabilité normale (french gap) plus compréhensible pour monter leur business plan, gérer leur performance économique et s'adresser aux parties prenantes et aux investisseurs. Les investisseurs et les analystes eux-mêmes viennent nous voir pour comprendre les comptes des sociétés. Cette duplication est lourde et insensée. Les entreprises moyennes sont dans leur immense majorité des entreprises familiales qui ne se sentent plus concernées par le sujet de la Bourse. De plus, souvent en régions, elles perçoivent Paris comme étant une sphère déconnectée de leur réalité quotidienne. Par exemple, disserter sur la loi Florange, parfait, mais ça ne concerne que 119 sociétés en France, d'ailleurs le plus souvent, toutes ces lois sont adoptées en réaction à une affaire spécifique concernant une grande entreprise a capital dilué : le droit qu'elles doivent subir est fabriqué pour une sphère qui n'est pas la leur et il y a un certain ressenti d'humiliation pour ces entreprises de famille, contrôlées avec un flottant de l'ordre de 20 %. Il y a aussi les directives européennes, la directive prospectus vient d'être modifiée et voilà qu'il va falloir recommencer car le résultat n'est pas pertinent ; et puis le CMU, là nous sommes en plein mythe comme si un investisseur letton allait venir investir dans une ETI en France parce qu'il a lu les comptes de l'entreprise en IFRS.

Il est heureux que nombre de personnalités soulignent le fait que le système ne fonctionne plus. Saluons Benoit Gauthier président d'Air Liquide et d'autres présidents du CAC 40 qui ont eu le courage de dénoncer le système et de dire que les comptes sont incompréhensibles. Si l'on procède à une comparaison, ce qui m'est facile en tant que présidente de l'Association Européennes des Valeurs Moyennes Cotées, on constate qu'au Royaume-Uni, les normes sont proportionnées. Le code Middlednext qui a eu tant de mal à s'imposer auprès des autorités est désormais adopté par plus d'entreprises que le code AFEP-Medef : pourquoi ? parce qu'on a une approche qui permet aux sociétés de s'approprier la logique de code pour créer de la valeur, plutôt que de décréter des mécanismes rigides. Des sociétés avouent ne pas lire les normes et attendre en mode passif au cas où il y a une infraction.

Enfin, l'explosion des coûts de cotation a entraîné un effet d'éviction pour les PME : il y a quelques années avec 200 000 euros, on se maintenait à la cote entre les conseils, les CAC, etc. Aujourd'hui le minimum c'est 600 000 euros, et là, le *pay back* pour le système ne fonctionne plus, donc ça n'est plus accessible qu'à des entreprises de taille plus significative, ce qui prive la bourse d'un vivier remarquable. Un dirigeant qui paye un million (coût d'un prospectus) pour en lever cinq n'est pas cohérent. Il n'y a alors aucun intérêt pour le dirigeant de PME en termes de coûts à entrer en Bourse. Le marché financier est efficace pour les grandes entreprises, dépenser un million pour en lever 20 a un sens, en revanche, pour les ETI/PME, le système ne fonctionne plus ; or, ce sont précisément ces entreprises qui peuvent tirer la croissance. Enfin quant à Euronext, à présent qu'elle est elle-même cotée et qu'elle doit tirer les coûts dans une logique de résultats, la part d'intérêt général n'est plus assumée par personne, il n'y a pas assez d'accompagnement des PME : l'opérateur de bourse n'est pas assez présent sur le terrain régional par rapport à ce qui se passait il y a dix ans et le budget de 600 000 euros des années 2000, consacré à l'aide à l'analyse financière et la valorisation des entreprises pour inciter des investisseurs à investir, a fondu.

Enfin, il est également temps de faciliter les sorties de Bourse : les exigences sont trop lourdes et dissuadent de nouveaux entrants potentiels qui ont le sentiment qu'ils

seront coincés. Le bouche à oreille patronal est aujourd'hui très négatif, or il y a 20 ans, en effet, c'était chic d'être coté. C'est un gâchis terrible, alors que les fleurons actuels cotés en Bourse sont entrés en tant que PME, il y a vingt ans. Sur le stock des entreprises rentrées antérieurement, nombreuses sont celles qui voudraient sortir. Bien entendu, on a 130 adhérents d'entreprises en bourse qui sont ravis de lever de l'argent, mais il y a un grave problème de curseur entre la paperasse et le coût et le bénéfice à en tirer, c'est une barrière à l'entrée considérable. Espérons que la situation à cet égard évolue à échelle de l'Union européenne qui a donné le « la » et que les intérêts des ETI et PME soient davantage pris en considération.

**Alain Pietrancosta** : Bien c'est assez édifiant ! C'est intéressant de mettre en perspective l'intérêt de la cotation boursière dans l'absolu en termes d'indépendance, de notoriété, de croissance externe, de rentabilité – sachant que c'est difficile de dire si elles sont rentables, car elles sont cotées ou si elles sont cotées, parce qu'elles étaient rentables à l'origine ?

**Caroline Weber** : Le gâchis c'est que les entreprises cotées qui sont aujourd'hui dans le haut du B sont entrées il y a 20 ans, comme PME, mais celles qui devraient entrer maintenant ne le font pas, il va y avoir un problème de renouvellement, entre celles qui veulent sortir et celles qui ne voudront pas y aller. C'est ça qu'on est en train de louper. De fait, la bourse crée de la performance additionnelle, car le reporting régulier crée de la stimulation.

**Alain Pietrancosta** : Ainsi, des avantages dans l'absolu à être cotée, mais en face peu d'appétence des entreprises moyennes pour y rentrer, des critiques de celles qui la vivent au quotidien et une mise en cause forte de la réglementation, ce qui explique que les entreprises françaises soient sub-bancarisées et que nos marchés financiers soient sous-dimensionnés par rapport aux USA : le marché de l'equity en Europe fait la moitié du marché US, alors qu'on a plus de sociétés cotées en Europe ; 1 % des financements des PME, c'est la bourse, c'est fort peu. Alors je laisse à présent Franck Martin Laprade évoquer les efforts commis pour améliorer la réglementation sur l'introduction et la sortie de bourse.

#### **Intervention de Frank Martin Laprade**

*Associé au cabinet Jeantet*

De fait, la situation est préoccupante et la baisse des IPO à Paris n'a pas laissé l'AMF insensible, puisqu'elle a lancé un groupe de travail pour faire sauter les éventuelles barrières réglementaires et améliorer l'attractivité de la Bourse de Paris.

On attendait beaucoup de ce groupe de travail qui a émis des recommandations, lesquelles ont été intégrées très vite au règlement général de l'AMF. La démarche est la bonne, pour autant je n'applaudis pas, car au final, il s'agit de recommandations ponctuelles et même parfois contre-productives, dès lors qu'on ne change pas le principal problème, le point central et, une particularité française en Europe, imposée par l'AMF et régulièrement critiquée par les praticiens : imposer que 10 % des titres offerts dans le cadre d'une introduction en Bourse sur le marché réglementé soient réservés aux particuliers, c'est-à-dire au « public ».

C'est loin d'être anecdotique car, à partir du moment où vous devez vous adresser au « public », il va falloir faire un prospectus et des tas d'efforts pour émettre des renseignements

perceptibles par le « public ». Le processus est alors relativement lourd et non confidentiel. Le prospectus va être segmenté avec un document de base (présentation générale de l'entreprise) à enregistrer longtemps à l'avance, bien avant l'opération proprement dite, de manière à informer le « public ». Il n'y a alors plus de retour en arrière possible, sauf à avouer publiquement que vous n'étiez pas prêt. Tout le monde attend donc le lancement de l'opération.

Cette règle de réservation obligatoire aux particuliers n'existe pas sur le marché Alternext, ce qui permet de réaliser des entrées en Bourse en placements privés, beaucoup plus facilement puisque le calendrier est plus flexible, compte tenu de l'absence de publicité obligatoire liée à l'existence d'un prospectus.

Ce point majeur n'ayant pas été modifié, la déception quant au résultat et à l'incapacité du système à bouger perdure. Car les autres points adoptés et qui constituent la réforme sont modestes et relèvent du toilettage.

Premier exemple : jusqu'à présent, on imposait de fixer une fourchette de prix (encore une spécificité française). La réforme(tte) en question consiste à se contenter, comme le recommande d'ailleurs la directive européenne, d'afficher un prix maximum, ce qui se comprend dès lors que l'on s'adresse au « public ». On va vous dire : *« répondez mais pas totalement à l'aveugle, car vous savez que vous ne serez pas conduits à payer plus que ce prix maximum »*. Une fois encore, si on rebascule sur le placement privé, ce type de dispositif pour protéger l'investisseur particulier n'a pas d'intérêt. Désormais, non seulement la fourchette n'a besoin d'être affichée que 3 jours avant la clôture, mais en plus les bornes peuvent être espacées de plus ou moins 10 %. Suite logique, les particuliers peuvent révoquer leurs ordres jusqu'au dernier moment. Enfin, il n'y a plus d'obligation pour la société émettrice de donner les justifications de l'évaluation des bornes de la fourchette. Autre petite réforme : on autorise les analystes du syndicat de placement en Bourse à bénéficier d'un accès privilégié à l'information, afin qu'ils puissent établir leurs notes d'analyse avant leurs collègues. Dernière recommandation et conclusion du groupe de travail dont je ne perçois pas la logique : autoriser la rédaction de prospectus en anglais. Quelle est l'amélioration à communiquer aux particuliers un prospectus dans une langue qu'ils ne maîtrisent pas forcément, à la différence des investisseurs qualifiés, sachant que le résumé qui figure en en-tête lui doit rester en français. Cela aurait dû être l'inverse : le prospectus détaillé en bon français pour les particuliers (au passage il devrait être réduit) et le résumé en anglais pour les investisseurs qualifiés.

Je ne suis pas persuadé, au demeurant, que le meilleur moyen de protéger le « public » soit d'imposer qu'on le fasse participer à l'introduction en Bourse, sans aucun recul sur une valorisation de départ. On devrait plutôt ouvrir aux particuliers la possibilité d'investir en Bourse sur le marché secondaire, une fois que les investisseurs professionnels auront essayés les plâtres d'une présentation initialement trop optimiste sur le marché primaire.

## Débat sur la réforme

**Alain Pietrancosta** : Ainsi, une réforme en demi-teinte du groupe de travail et de l'AMF, et peut-être un problème de cohérence entre le maintien de l'obligation de proposer une tranche minimale destinée au grand public et l'ouverture de la

possibilité de rédiger le prospectus d'admission en anglais. Sauf à acter le fait que le prospectus n'est pas lu par l'investisseur *retail* moyen, ce qui conduit à s'interroger sur l'opportunité d'une profonde révision de ce document, censé éclairer le consentement à l'opération des investisseurs sollicités.

**Caroline Weber** : Je tiens à souligner qu'il n'y a aucun représentant des valeurs moyennes au collège de l'AMF, alors que c'est 85 % des entreprises cotées.

**Yannick Petit** : J'ai moi-même participé à ce groupe de travail. Il faut peut-être clarifier les choses : il n'a pas été proposé de supprimer le prospectus. La question a été : lors d'une offre au public, quel est l'intérêt de garder ou d'exclure les 10 % de particuliers ? Chacun s'est accordé sur l'intérêt de conserver des particuliers. Regardez ce qui se passe sur Alternext, où l'on a le loisir d'entrer sans offre au public et sans prospectus : les entrées sans offre au public ne représentent que 10 % des opérations. Il est beaucoup plus intéressant pour les entreprises et beaucoup plus valorisable de faire appel au public avec prospectus contrôlé par l'AMF, parce que ça crée de la confiance.

**Franck Martin Laprade** : Bien entendu, mais il y a une différence de nature lorsque le prospectus vise des professionnels ou des particuliers avec ce que ça peut comporter comme contenu informatif.

**Alain Pietrancosta** : Abordons à présent, dans le temps qui nous reste, le problème de la sortie de cote, connexe au précédent, dans le sens où un dirigeant d'entreprise peut être dissuadé d'aller en bourse, de crainte de ne pouvoir en sortir facilement lorsque l'expérience se révèle décevante.

**Caroline Weber** : Il faut avant tout regarder la stratégie de l'entreprise. Il y a des moments où c'est malin d'être coté et des moments où ça l'est moins. Il ne s'agit pas d'entrer et sortir tous les deux ans, mais à certains moments de la vie de l'entreprise, notamment au moment de la transmission ou dans une logique de préparation d'une transmission ; sachant qu'il faut savoir que plus de la moitié des entreprises cotées le sont en lien avec cette perspective et n'ont jamais fait appel au marché.

Une reprise mal gérée, c'est, dans la majorité des cas, une ETI vendue à des acheteurs d'autres pays (où il n'y a pas les 35H), ce sont des pertes sèches en emploi et en valeur.

On bataille pour avoir des transferts sur Alternext où c'est plus facile de sortir, mais aujourd'hui des entreprises sont piégées en Bourse. Puisque le colloque interroge l'attractivité de la place de Paris, il faut savoir que la Bourse de Londres accompagne les entreprises avec des professionnels pour sortir de la Bourse, lorsqu'elles en ont besoin : elles sont aidées pour entrer en Bourse, mais également pour en sortir, il y a des débats sur la valeur de sortie ce qui est normal... Mais c'est fluide.

**Alain Pietrancosta** : Il existe sur ce point des projets d'assouplissements à l'étranger, et l'on sait que la jurisprudence allemande a opéré un revirement spectaculaire en abandonnant en 2012 (Bundesverfassungsgericht) et en 2013 (Bundesgerichtshof) la double exigence énoncée par l'arrêt Macrotron, qui subordonnait le *delisting* à une décision préalable de l'assemblée générale des actionnaires et au dépôt d'une offre publique de retrait.

**Caroline Weber** : L'Allemagne vient d'adopter une loi sur ce point, la France est à la traîne.

**Alain Pietrancosta** : Il y a un projet de révision des règles d'Euronext qui sera évoqué. Quid du cas d'une radiation volontaire, Franck ?

**Frank Martin Laprade** : On a parlé des contraintes juridiques fortes et d'une réglementation très fournie. L'obligation de fournir l'information en flux tendu (voir les nombreuses directives européennes sur le sujet) devient très lourde et questionne la responsabilité du dirigeant (et du conseil d'administration). La jurisprudence de l'AMF démontre une sévérité accrue à l'égard des entreprises, je me réfère aux décisions récentes sur Air France-KLM ou Faurecia<sup>19</sup>. Le risque de sanctions est désormais bien intégré par les sociétés cotées – et leurs dirigeants<sup>20</sup> –, le montant de sanctions est passé de 1,5 à 100 millions d'euros entre 2008 et 2010<sup>21</sup>.

Avant 2009, les contraintes juridiques étaient liées à l'appel public à l'épargne. Pour y échapper, il fallait démontrer qu'il n'y a plus de « public » à son capital, c'est-à-dire moins de 100 actionnaires. En pratique, le plus simple pour y parvenir est de montrer qu'il n'y en a plus qu'un seul, à l'issue d'un « squeeze out » lorsqu'un actionnaire détient plus de 95 % des droits de vote (voire 90 % dans d'autres pays), processus parfois complexe car une minorité de blocage (5 %) peut empêcher un tel retrait obligatoire. Depuis une ordonnance du 1<sup>er</sup> avril 2009, la notion d'appel public à l'épargne a disparu<sup>22</sup> et c'est le fait d'être coté sur Euronext ou sur Alternext qui devient le critère pertinent.

Dans ces conditions, la question qui se pose pour certains émetteurs est : comment peut-on sortir de la cote, c'est-à-dire obtenir sa radiation auprès de l'entreprise de marché, pour se défaire du poids de la réglementation AMF ?

Cette question ne s'était jamais posée avant 2009, tant que le critère applicable était le nombre d'actionnaires présumant de l'appel public à l'épargne<sup>23</sup> : les conditions de radiation volontaire ne sont donc pas très claires. Nous sommes tous d'accord pour réfléchir par symétrie : si au moment de l'entrée en Bourse sur les marchés réglementés, il faut démontrer qu'on dispose d'un flottant minimum<sup>24</sup> – entre 25 % (recommandé par Euronext) et 5 % (plancher) –, il faudrait donc pouvoir tirer les conséquences d'une insuffi-

sance de flottant au regard de la sortie de cote<sup>25</sup> : en-deçà de 5 % la radiation s'impose parce que le marché ne bénéficie plus d'une liquidité suffisante. La réforme prévue semble assouplir la donne et s'orienter vers un seuil minimum fixé à 10 %. Marc Lefebvre (Euronext Paris) évoquera les réformes en cours dans ses propos conclusifs.

**Question de la salle sur la qualité des informations sur les valeurs moyennes du fait du manque d'intérêt des analystes financiers sur ces cibles, de l'absence de rentabilité de l'activité.**

**Caroline Weber** : À partir du moment où il y a moins d'entreprises cotées en valeurs moyennes, le marché s'assèche. Il n'y a plus que quatre ou cinq brokers ; par ailleurs, le fait que les frais de courtage aient été remontés ont mécaniquement appauvri l'activité : il y a un effacement de l'écosystème des valeurs moyennes, donc excepté quelques sociétés d'analyse militantes qui mutualisent sur l'argent qu'ils gagnent sur les blue chips, le marché s'écroule. Il n'y a notamment plus dans les métropoles régionales d'écosystème, excepté peut-être à Lyon. S'il n'y a plus Euronext en région, l'analyste disparaît, l'avocat aussi, etc.

### Table ronde 3 : l'attractivité de l'investissement en bourse pour les actionnaires individuels

*Animée par Marie Ekeland, Présidente de France Digitale*

**Marie Ekeland** : Je vais d'abord proposer la parole à Patrick Renard afin d'évoquer les enseignements de l'étude réalisée par l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir.

**Intervention de Patrick Renard**

*Directeur du service Actionnaires d'Air Liquide, partenaire de l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir*<sup>26</sup>

Il faut rappeler, cela a été évoqué lors de la table ronde 2, l'importance de l'actionnariat individuel pour les entreprises, au regard notamment de leur indépendance ; par ailleurs, je voudrais évoquer la question de la désactivation des droits de vote double en lien avec les propos tenus lors de la table ronde. Cette désactivation est justifiée par le fait que la loi Florange ne bénéficierait pas aux actionnaires individuels, mais favoriserait l'activisme, allant à l'encontre même de l'objectif initial du législateur. Concernant l'actionnariat individuel, en France, il faut savoir qu'en 2008/2009, 15% de l'actionnariat des sociétés du CAC 40 correspond à un actionnariat individuel, il est descendu aujourd'hui à 8 %, soit, en quelques années, une division par deux ! Si l'on procède maintenant à une approche comparative à l'échelle de l'Europe, ce que l'Air Liquide a fait avec des étudiants d'une grande école (nous allons publier les résultats sur le site du groupe), on s'aperçoit que la France est dans une position assez dramatique par rapport aux autres pays. Hormis l'Irlande, qui a beaucoup souffert de la crise ce qui a durablement découragé les petits actionnaires, et la Norvège, où le fonds souverain Norges est très actif et occupe le terrain, la France se place en dernier avec des taux de l'ordre de 7,5 à 8 % selon les années. En comparaison, l'Allemagne connaît

19 Frank Martin Laprade, « Affaire Air France-KLM : avis de gros temps sur les émetteurs cotés ? » ; Note sous Commission des sanctions en date du 3 mars 2015, Bull. Joly Bourse Mai 2015, p. 212 ; « Affaire Faurecia : est-ce la fin de l'analyse financière en France ? » ; Note sous Commission des sanctions en date du 18 décembre 2014, Bull. Joly Bourse Avril 2015, p. 149.

20 Frank Martin Laprade, *Droit Boursier : responsabilité(s) d'une personne morale et de son dirigeant*, Mélanges de l'Association Droit et Affaires (AD&A), Revue Droit & Affaires (2015).

21 Frank Martin Laprade, « AMF : Le montant de la sanction pécuniaire », Bull. Joly Bourse n° 4, Avril 2011 ; « L'AMF actualise son document sur le montant de la sanction pécuniaire », Bull. Joly Bourse, Octobre 2013, p. 467.

22 Frank Martin Laprade, Commentaire des ordonnances réformant l'appel public à l'épargne et les franchissements de seuil, Chronique de Droit financier, JCPE – Mai 2009.

23 Frank Martin Laprade, « Les nouveaux enjeux de la radiation », Option Finance n° 1182 (16 Juillet 2012) p. 24 ; « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », Bull. Joly Bourse n° 12 (Numéro Spécial Vingtième Anniversaire), Décembre 2012, p. 57.

24 Frank Martin Laprade, « Introduction en Bourse », Juri-dictionnaire Droit de la Bourse, Éditions Joly (MAJ 2013).

25 Frank Martin Laprade, « Admission sur Euronext Paris et radiation », Répertoire de droit des Sociétés, Encyclopédie Dalloz (2012).

26 <http://www.capitalcom.fr/observatoire-des-actionnaires-davenir/>.

une tendance inverse, avec l'amélioration de la situation économique, la confiance est revenue à partir de 2009, l'actionnariat individuel représente 15 % du total, avec une croissance de 25 %. En Scandinavie, on a des taux trois fois supérieurs ; la tradition d'actionnariat individuel y est forte, le cas extrême étant la Finlande avec une part de supérieure à 20 %. Revenons à l'enquête de l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir. Cette enquête a été réalisée par internet à partir de trois échantillons issus de la société civile (1000 personnes), puis des actionnaires individuels et des actionnaires salariés. C'est assez rare donc intéressant de donner la parole à la société civile...

Trois enseignements majeurs peuvent être tirés :

- Le premier est que près de 2/3 des français (67 %) déclarent qu'ils seraient fiers d'être actionnaires. Ce ratio est intéressant (les actionnaires pour comparer le sont à 80 % et les actionnaires salariés à 78 %), malgré l'environnement médiatique plutôt négatif, y inclus des reportages sur une chaîne publique de télévision où l'on explique que les actionnaires détruisent les emplois, il n'y a donc pas d'obstacle idéologique au développement de l'actionnariat. Lorsque l'on demande pour quelles raisons ils seraient fiers et quelles responsabilités ou missions ils attachent à ce statut, les français perçoivent l'acte d'investissement comme une responsabilité citoyenne : « je dois réagir si j'estime que l'entreprise se comporte de manière irresponsable », « je dois participer à l'AG » : un devoir de vigilance global. Les actionnaires actuels ont une approche moins citoyenne, plus professionnelle, axée sur les résultats de l'entreprise comme investisseurs.
- Le deuxième enseignement est que la relation entre l'entreprise et la bourse est très ambivalente pour la société civile. Le lien n'est pas fait, alors que la relation à l'entreprise, créatrice d'emplois, s'améliore grandement : un français sur cinq seulement déclare faire confiance à la Bourse, avec une méconnaissance totale de son fonctionnement. Ainsi, dans un panel de 11 acteurs sur lequel on a interrogé le degré de confiance, la Bourse arrive en 10<sup>e</sup> position. Or, 35 % des français ont une bonne image de la grande entreprise et 71 % des PME, la déconnexion perçue apparaît clairement. Les français considèrent les actions essentiellement comme un produit financier de court terme, désincarné, permettant de gagner plus d'argent et de bénéficier d'avantages fiscaux. Ce n'est pas la perception des actionnaires individuels qui voient dans un portefeuille d'actions, un patrimoine de long terme et un moyen de participer au développement des entreprises, donc à la croissance et l'emploi. La notion de fidélité est importante. Au passage, la notion comptable de fonds propres est traduite par « shareholder funds » ou fonds des actionnaires en comptabilité anglo-saxonne, ce qui n'est pas neutre. Les actionnaires seraient prêts à renoncer à leur investissement si la fiscalité devenait dissuasive ; de fait, le cadre fiscal du PEA en France est très intéressant, à l'aune des autres dispositifs européens. Il a besoin d'être davantage connu.
- Le troisième enseignement, ça ne vous aura pas échappé, est le besoin de pédagogie auprès du public : 25 % des français ont peur de perdre de l'argent en jouant en Bourse. La perception est celle d'un casino, ce qui les dissuade d'investir. Intéressant de constater que 34 % des français se déclarent satisfaits de leur épargne, contre 54 % des actionnaires individuels. Pour les actionnaires individuels ce qui paraît le

plus rentable sont les actions à 67 %, puis l'immobilier et enfin l'assurance-vie ; pour les français, ce qui paraît le plus rentable est l'immobilier, puis l'assurance-vie et enfin les actions. Cela démontre le besoin de pédagogie, car de tous temps, les actions ont constitué le placement le plus rentable à long terme. Un point à noter, l'échantillon actionnariat salarié se positionne toujours, en termes de perception, à mi-chemin entre la société civile et l'actionnaire individuel. Développer encore l'actionnariat salarié pourrait donc être un levier, un chemin intéressant, puisque c'est un moyen de faire participer l'individu au fonctionnement de l'entreprise. Ainsi, la grande conclusion de l'étude, c'est qu'il y a des pistes, un vivier à développer, un besoin global de pédagogie, et l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir va s'y attacher.

**Marie Ekeland** : Comment expliquer, Cindy selon vous, cette différence entre une fierté potentielle à l'idée d'être actionnaire et la méfiance à l'égard de la bourse, cette dichotomie entre investir dans une entreprise *versus* spéculer boursicoter et investir à long terme pour soutenir l'entreprise et l'économie ? Dans les faits, comment cela se traduit-il à partir de la population des actionnaires actuelle en France, quelle population, quelles caractéristiques ?

#### **Intervention de Cindy David**

*Responsable des projets actionnariat individuel, direction des relations avec les épargnants de l'AMF*

Je découvre – et suis fort intéressée et enchantée – le pourcentage de Français qui seraient fiers d'être actionnaires selon l'étude de l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir. De fait, cela va à l'encontre de la perception que je peux avoir moi-même. Une anecdote illustrative, que m'a rapportée un responsable de la relation aux actionnaires individuels d'une entreprise cotée : il s'est fait reprocher par un actionnaire d'avoir adressé une lettre aux actionnaires sous blister transparent, ce qui le stigmatise aux yeux de ses voisins ! Cette anecdote est peut-être un peu triviale, mais elle est révélatrice du problème d'image de la Bourse en France. Problème d'image lié en grande partie à un manque d'éducation financière. La France est d'ailleurs fort mal classée en la matière. Toutefois, le CCSF a publié des propositions pour adopter une stratégie nationale permettant d'améliorer la situation, auprès des jeunes notamment : il s'agit d'accompagner les enfants pour qu'ils soient plus avertis adultes. Il n'en reste pas moins qu'une grande part de la population active d'aujourd'hui n'est pas suffisamment formée sur les sujets d'épargne. Il existe pourtant une masse d'informations disponibles sur Internet pour se former sur tous les sujets d'épargne, et des sociétés cotées ont développé également des outils... Le véritable problème est le manque d'intérêt. L'étude de TNS Sofres de janvier 2013 indique que 58 % des actionnaires individuels s'intéressent à la bourse et seulement ¼ des français...

Avant de s'interroger sur les moyens d'attirer de nouveaux actionnaires, intéressons-nous aux actionnaires actuels. D'abord, il faut acter le fait que c'est une population vieillissante – évidemment il faut regarder cela en détails, mais globalement cette population est plutôt âgée. Donc, une population qui a des besoins financiers et qui va avoir souvent besoin de mobiliser son épargne pour sa retraite et les potentielles périodes de dépendance. Et ... céder ses actions. Et puis, inévitablement, lors des décès, se pose un autre problème, celui de la transmission et de la succession.

Aujourd'hui – il n'y a pas d'étude sur le sujet – mais on pense que les premiers actifs liquidés pour payer les frais de succession sont les portefeuilles de titres, car ce sont des actifs liquides. Il faut donc travailler sur deux axes : auprès des actionnaires actuels, pour leur indiquer l'ensemble des possibles en matière de transmission et de succession, afin qu'ils anticipent ; et auprès des notaires, conseils proches des individus, afin de les former sur les spécificités de l'investissement en actions. Certaines sociétés cotées ont déjà d'ailleurs entrepris de telles actions.

À présent que nous avons considéré les actionnaires individuels actuels, interrogeons-nous : pourquoi faudrait-il remonter le taux d'actionnariat en France ?

En 2008, le taux de détention d'actions en direct s'élevait à 14 %, on était passé à 8 % en 2012 et 2013 : la dernière enquête de TNS Sofres, citée par Les Echos, indiquait le chiffre de 7,2% en septembre 2014. Cette nouvelle baisse relative, après le palier en 2012 et 2013, est-elle un incident lié à une prise de bénéfices ponctuelle ou une poursuite de la baisse du taux ? Il est difficile de le dire, mais c'est à suivre.

Certaines personnes promeuvent l'investissement en actions pour financer l'économie. Mais, le financement de l'économie doit-il être l'argument avancé pour susciter l'intérêt des épargnants français en faveur de l'investissement direct en actions ? Je ne le crois pas, car ce sujet est trop éloigné de leurs préoccupations. Les Français font davantage confiance aux PME, proches et « incarnées », qu'à la Bourse, éloignée et abstraite. Ce rapport de proximité est un facteur à avoir en tête lorsqu'on s'adresse aux épargnants. Il faudrait davantage leur parler de leur retraite, et du financement de la dépendance et de la fin de vie. Cela rejoint des préoccupations fortes : selon l'étude du Cercle des épargnants – CECOP – CSA de janvier 2014, 67% des français sont inquiets pour leur niveau de retraite, et 51 % épargnent pour leur retraite. Quant aux supports de cette épargne, le produit privilégié est l'assurance vie à 32 %, le livret A est cité par 14 % des personnes interrogées et le PEA est loin derrière, à 6 %. Donc, les gens sont conscients du besoin d'épargner pour leur retraite, mais ne le font pas nécessairement avec les bons supports. Or, pour les personnes disposant du temps et des connaissances nécessaires, l'actionnariat en direct – notamment *via* un PEA – est un des supports d'épargne de long terme possible, dans une logique de diversification du patrimoine, et d'autant plus que les frais sont moins lourds, car il y a moins d'intermédiaires.

**Marie Ekeland** : Je vais me tourner vers Sébastien Raspiller pour savoir ce qu'il en est du côté de Bercy. Les pouvoirs publics ont intérêt à ce que l'actionnariat se maintienne et se développe pour assurer le financement de l'économie. Le PEA-MPE a été créé, il y a quelques années, pour essayer d'attirer des actionnaires aussi dans les PME en mettant l'accent sur le tissu entrepreneurial en France. Il y a eu aussi des choses faites sur le crowdfunding-crowdequity qui répondent à cette notion de proximité déjà évoquée, pour favoriser l'émergence de petits acteurs. Quels sont les résultats sur ces deux nouveaux types de produits de financement ? Peut-on avoir un état des lieux sur le PEA-PME et le crowdfunding, en termes d'efficacité, et également peut-être, en fonction de ce qu'on a pu apprendre des leviers d'intérêts pour ces typologies d'actifs ?

### Intervention de Sébastien Raspiller

*Sous-directeur « Financement des entreprises et marché financier » à la Direction générale du Trésor, membre de Droit et croissance*

Effectivement, du côté des pouvoirs publics, l'intérêt en matière d'épargne, c'est d'assurer une bonne allocation par rapport aux besoins de financement de l'économie ; ce n'est pas ce qui importe aux particuliers qui vont investir ; tout l'objet est d'assurer correctement le matching avec l'intérêt individuel. Dans ce cadre, les actionnaires individuels sont très efficaces, puisqu'ils investissent directement et suivent leurs investissements de manière directe. En fait, ils sont géniaux, je ne sais pas s'ils sont toujours si bien traités, mais c'est un autre débat et fort compliqué.

Après ça passe par les intermédiaires qui ont des intérêts, c'est normal. L'assurance vie, énorme sujet qui a été traité via une réforme, avec des initiatives pour développer ces produits qui doivent mieux assurer ce matching entre les besoins de financement de l'économie réelle et l'orientation de l'épargne avec la prise en compte de l'intérêt des souscripteurs. Le paysage de l'épargne est, comme chacun sait, très délicat à réformer en raison des « totems » que représentent le livret A et l'assurance vie. Quand j'entends que le livret A est perçu par 50 % des français comme un bon moyen de préparer sa retraite, ça interroge.

La question du lien direct est à relier à la question de la proximité. Le développement du crowdfunding et du crowd equity notamment, qui obtient de fortes progressions et le PEA-PME.

Le PEA-PME succès, pas succès ? Selon nous, cet outil a permis de tourner les projecteurs vers les PME et, notamment les PME cotées, ce dont on peut se féliciter. Cela a permis donc aux Français de découvrir les *blue chips*. Cela a également occasionné un renouvellement générationnel. En effet, on peut tracer facilement des lignes entre certaines valeurs et certaines tranches d'âge. La classe des 50-60 ans détient en majorité les actions, c'est directement lié à l'accumulation et la diversification du patrimoine de cette catégorie.

Il est compliqué d'orienter la première épargne vers du crowdequity sur des projets à risques, mais progressivement on peut sensibiliser à l'idée de diversification de son épargne et l'orienter vers des valeurs proches avec pourquoi pas des thèmes spécifiques selon les centres d'intérêt, avec le PEA-PME.

La réforme du crowd equity a été réalisée pour favoriser l'émergence de petits acteurs. Cependant, elle est parfois mal comprise. Il existait des statuts pour pratiquer le crowdfunding (crowd equity et crowd lending), statuts parfois perçus comme une barrière à l'entrée. Cela n'a pas été supprimé, mais a été créé une marche intermédiaire entre le zéro et le coût d'entrée qui existait déjà avec les statuts qui existaient déjà. Cela permet l'entrée de nouveaux acteurs et la structuration du marché. On observe déjà de nombreux mouvements à l'échelle locale, mais aussi très internationale. On s'attend à ce qu'il y ait certaines plateformes qui se forment au niveau européen, mais le crowdfunding, tel qu'il apparaît correspond aussi à une diversité d'acteurs très locaux.

C'est important d'avoir cet aspect local qui avec la numérisation qui s'opère dans le secteur financier conduit à la concentration. Les moyens de communications et la dématériali-

sation font qu'il y a un effet cluster, une tendance à la concentration avec l'ensemble des acteurs.

Si l'on évoque, à présent, la *Capital Markets Union*, point actuellement en discussion au niveau de la Commission européenne qui a fait l'objet de réactions plutôt défavorables de la part de petits pays qui craignent que leur place financière ne disparaisse, ce qui n'est pas faux, du moins tel qu'est imaginé à l'heure actuelle ce projet de *Capital Markets Union*, on peut comprendre les réticences.

Est-on capable d'atteindre un modèle qui assure un meilleur fonctionnement des marchés financiers, puisque les banques seraient, selon toute vraisemblance, incapables d'accompagner une reprise d'ampleur si elle se confirme ? Le développement des marchés financiers sera donc nécessaire pour assurer les besoins de financement et devra passer par quelque chose qui ne soit pas désincarné, sinon les individus n'iront pas. Il faudra donc que le citoyen lambda comprenne l'importance du financement des entreprises par les actions. Il ne faut pas juste raisonner de manière théorique et oublier la dimension des investisseurs particuliers. Il faut orienter leur épargne, là où il convient, sans doute, mais aussi là où ça leur convient. Ce sujet n'est pas résolu et il paraît donc important de capitaliser à la fois sur le crowdfunding, mais aussi sur les actionnaires individuels qui ont une éducation financière plus fine et il serait très intéressant qu'ils arrivent à diversifier leur portefeuille vers des valeurs plus moyennes.

## Débat

**Patrick Renard** : Je voudrais revenir sur l'enquête où 48 % des français disent qu'ils parleraient volontiers d'actionariat autour d'eux. Par ailleurs, les notaires connaissent bien la fiscalité du patrimoine, mais très mal celle des actions, il faut vraiment travailler avec les notaires. Il est intéressant de constater que lorsque dans la succession, les actions sont conservées, au bout de quelques temps les héritiers en rachètent. Autrement dit l'« ADN actionnarial » peut se transmettre ! Près de la moitié des actionnaires ont reçu leur portefeuille par le biais d'une succession ou d'une donation et le conservent.

Pour les jeunes générations, on peut parfaitement défendre l'idée que plutôt que se tourner vers le livret A pour une primo-accession d'un appartement, les jeunes générations se tournent vers des actions qui leur permettraient d'obtenir un retour bien supérieur à celui que procure le livret A. Ce qui est frappant, c'est que les étudiants sont intéressés par l'entreprise, l'histoire du projet, ils ont envie de participer à son développement. Une sicav, une OPCVM, ça ne fait pas rêver. Contrairement aux générations précédentes, ils viennent pour l'entreprise et resteront éventuellement pour l'action. Il faut donc éduquer - refaire le lien.

**Marie Ekeland** : Il est frappant d'observer que bien que la satisfaction des épargnants en actions est supérieure à celle des autres épargnants, ces épargnants en actions sont de moins en moins nombreux. Pourquoi les banques ne poussent-elles pas davantage leurs clients vers l'épargne en actions, puisque les actionnaires particuliers sont satisfaits d'être actionnaires et que les taux d'intérêt des placements actuels (livret A, etc.) sont peu intéressants ? C'est leur devoir de conseil...

**Patrick Renard** : La baisse est liée à l'augmentation considérable du coût fiscal pour les actionnaires depuis 2008-2009.

D'ailleurs, le sondage a montré qu'un tiers des actionnaires individuels serait prêt à renoncer au placement en actions à cause de la fiscalité. Quant aux banques, il y a encore une trentaine d'années, les conseillers bancaires étaient capables de renseigner leurs clients sur les placements en actions. Cela a disparu. En raison des crises boursières, il a été reproché aux conseillers d'avoir orienté l'épargnant vers des placements en actions qui se sont avérés désastreux. Ensuite, cela ne leur rapporte peut-être plus et ils préfèrent placer leurs SICAV « maison ». Il est aussi, sans doute moins coûteux de former les conseillers sur des « produits maisons » et sur des fonds, que sur le suivi hebdomadaire de valeurs boursières.

**Cindy David** : L'incidence fiscale ne semble pas si importante que ça. Rappelons que l'enveloppe du PEA, y compris le PEA-PME, s'élève à environ 225 000 euros. Or, le patrimoine moyen des Français, immobilier compris, se chiffre à environ 260 000 euros, et la part d'épargne financière à 52 000 euros (d'après les statistiques de l'INSEE de 2010), donc il y a une marge de progression dans cette enveloppe fiscale. Par ailleurs, le PEA offre une défiscalisation au bout de cinq ans, en alignement avec la logique de placement de long terme. La fiscalité du PEA n'est donc pas un frein en tant que tel à la commercialisation d'actions auprès de particuliers. Par ailleurs, il me semble que l'on doit pouvoir convaincre les jeunes d'investir en actions, car on est sur du long terme et ils peuvent prendre des risques.

En revanche, la question du conseil des banques est à interpellier et là, il semble vraiment qu'il y ait un levier : les banques ne semblent pas en faire une priorité de leur politique de commercialisation. Lors de visites mystère organisées par l'AMF, avec un scénario présentant une situation extrêmement favorable à l'ouverture d'un PEA (cas d'un jeune, déjà propriétaire de son logement, qui avait rempli son Livret A, qui avait 22000 € à placer et qui possédait une capacité d'épargne mensuelle évaluée à 500 €), le PEA n'a été conseillé que quatre fois sur 10. Des conseillers bancaires ont même eu un « mouvement de recul », lorsque le client a prononcé le nom d'entreprises connues du CAC 40, et l'ont alors averti sur les risques ou se sont déclarés incompetents. Il est donc problématique de constater en France que l'intermédiaire vers lequel se tourne l'épargnant au moment d'investir, le conseiller bancaire, ne propose pas le PEA, même quand les conditions sont très favorables.

Il y a donc un travail de pédagogie à réaliser, auprès du grand public, mais aussi, voire surtout, auprès des relais. Le retour de l'AMF aux banques qui ont fait l'objet de ces visites mystère permettra peut-être de changer les mentalités et d'aller vers plus de diffusion du PEA. On a besoin de relais : notaires, banques, etc. C'est un travail de grande ampleur qui nécessitera du temps.

**Marie Ekeland** : Je me tourne vers Sébastien Raspiller. L'absence d'éducation financière est soulignée par tous, comme un frein au niveau des intermédiaires, des actionnaires individuels et des particuliers. Si l'on veut que la place financière parisienne soit dynamique, il faut acter un manque cruel de recherche financière. Est-ce un problème français ? Qui est susceptible de participer à cet effort d'éducation financière ? Le problème repose-t-il sur d'autres piliers sur lesquels il faudrait travailler ?

**Sébastien Raspiller** : Il y a également une question de culture du risque. Je vais défendre... les banques ! Les banques se sont fait violemment reprocher la baisse des actions par leurs

clients au moment de la crise : on voit bien que la notion de prise de bénéfice, versus celle de prise de risque, n'est pas bien intégrée. Les banques sont moins enclines à proposer une épargne en actions aujourd'hui à leurs clients. En outre, elles sont tenues par un devoir de conseil qui prend une telle ampleur que ça ne facilite pas un discours clair sur une prise de risque potentielle. Elles craignent notamment de voir leur responsabilité engagée, donc elles vont conseiller les placements sans risque et... sans bénéfice, type livret A. Le sujet général est donc celui de la prise de risque et de la compréhension des produits par les particuliers, pour qu'ils fassent leur choix. On touche à des questions de base de pédagogie : combien de français savent ce que c'est qu'un dividende, et intègrent dans la rentabilité d'un titre la perception du dividende, par exemple ? Enfin, à 50-60 ans la classe identifiée comme davantage possédante, il y a encore matière à investir dans du long terme.

Concernant l'écosystème, il faut rappeler les discussions sur les directives MIF II et MIFID. Elles comportent une mesure importante sur ce qu'on appelle les « inducements » qui touchent la recherche financière et dont l'impact pourrait être potentiellement très important. Nous soutenons des accords de séparation des commissions, en vue d'établir plus de transparence, afin d'éviter le problème des rétrocessions. Toutefois, nous insistons pour un système de proportionnalité et pour que les PME en soit exclues. Pour l'heure, il n'est pas certain que nous obtenions gain de cause sur ce sujet parce qu'il y a le tropisme de la protection du consommateur qui doit être informé sur les frais avec précision. Or pour connaître les frais, il faudra individualiser ce qui était mutualisé auparavant. Le vrai risque est que seuls ceux qui en ont les moyens pourront payer le conseil. Alors, les particuliers vont faire du crowdfunding, ils vont y aller sans conseils sur Internet où il y a de tout, donc avec des risques, il y a une question sur les modèles de distribution.

La recherche financière est à préserver, y compris sur les valeurs petites et moyennes. Si l'on n'y parvient pas, il faudra réfléchir à des mesures nouvelles. Nous soutenons la nécessité qu'il y ait de l'analyse financière aussi sur les valeurs moyennes et petites.

**Sophie Vermeille** : Sur le point de la responsabilité bancaire, je souscris à ce qui a été dit, mais l'éducation financière est un sujet majeur. Un des meilleurs arguments qui m'a été donné, lors d'un échange sur le thème des faillites car Droit et Croissance œuvre pour que davantage de pouvoir soit donné aux banques, est que les banques françaises – du moins les agences locales – ont beaucoup de mal à se transformer de créancier à investisseur. Ces questions de pédagogie sont importantes pour les placements, mais également pour une vraie réforme du droit des faillites.

## Conclusion

**Marc Lefèvre**

*Directeur du listing en Europe d'Euronext*

Il est important, en conclusion, de refixer le contexte de marché dans le cadre de cette conférence passionnante qui rassemble différents acteurs du financement de l'économie. Je le ferai en trois temps en évoquant les résultats et l'attractivité de nos marchés, l'innovation de nos marchés, enfin le cadre réglementaire.

## Résultats et attractivité de nos marchés

Il faut en effet rappeler l'environnement très positif pour le financement des entreprises par le marché depuis près d'un an et demi. Nous sommes au cœur d'un nouveau cycle. L'environnement est en effet largement soutenu par plusieurs éléments : le retour de la confiance des marchés soutenu par le retour certes partiel de la croissance en zone euro, un rebond des indices qui est réel, des liquidités considérables, et enfin une progression de l'appétit pour le risque par les investisseurs institutionnels, mais aussi particuliers, et les investisseurs internationaux qui, cela a été rappelé par Viviane de Beaufort, représentent près de 75 % des investisseurs institutionnels dans le CAC 40 dont 35 % d'américains contre 25 % de français. Ces investisseurs quels qu'ils soient regardent de manière positive la progression des marges bénéficiaires des sociétés, ce qui contribue à une volatilité maîtrisée.

La baisse de l'euro et du cours du pétrole participent à ce climat de confiance avec le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et bien évidemment, la faiblesse des taux d'intérêt... Tout ceci constitue autant de sous-jacents économiques favorables.

Il faut rappeler qu'en 2014, nos marchés ont apporté près de 104 milliards d'euros de financement aux entreprises, 54 milliards d'euros en obligations et 50 milliards d'euros en actions, et dont 9 milliards d'euros pour les seules PME ETI. Si l'on ajoute les entités publiques et semi publiques, ce chiffre s'élève à 350 milliards d'euros, des niveaux conséquents. Ces très bons résultats se poursuivent depuis le début de l'année 2015, à la fois sur les marchés equity et obligataire, ce qui laisse augurer une nouvelle année très dynamique ; le pipeline par exemple d'IPOs est continuellement enrichi, ce qui joue en la faveur de la poursuite d'une tendance très positive, de même que la diversification des secteurs que nous accueillons. Au premier trimestre, ce sont plus de 40 Mrds de financement (26/14). Nos marchés ont par ailleurs connu en France et sur nos autres places les plus importantes opérations d'Europe comme Elis, Grandvision, Refresco ou Cnova. Naturellement, l'environnement porte encore aujourd'hui des risques de nature géopolitique et macroéconomique, mais moins centraux que les années précédentes. La volatilité que nous avions connue autour de la crise grecque en 2011-2012 n'est plus du tout la même que celle que nous voyons aujourd'hui.

C'est donc bien dans un environnement renforcé par la désintermédiation du financement qu'il est plus qu'urgent d'augmenter encore les efforts en direction des entreprises pour leur permettre d'accéder au mieux aux sources de financement pour investir et croître. La diversification des sources de financement est essentielle. Cela passe par un effort renforcé de pédagogie. Notre objectif premier est, je vous le rappelle, d'être un centre majeur de financement en Europe.

## Innovation de nos marchés

Nos marchés de capitaux sont en effet aujourd'hui très bien adaptés aux problématiques de financement des entreprises :

- sur le marché action, les valorisations actuelles et la recherche de rendement des investisseurs sont des dynamiques qui rendent utilisables un grand nombre d'outils,
- sur le marché obligataire, l'innovation financière donne accès au financement de marché à des entreprises, petites ou

grandes qui n'y avaient pas accès jusqu'à maintenant, soit parce qu'elles n'étaient pas cotées, soit parce qu'elles ne disposaient pas de notation leur permettant d'accéder aux marchés obligataires. À cet égard, Euronext private placement bond (EPPB) a été lancée sur le placement privé obligataire, le 13 mars dernier, qui permet aux sociétés cotées et non cotées, notées et non notées, quelle que soit leur taille, de procéder à des levées obligataires facilitées dans un environnement diligent, sans obligations d'avoir un listing sponsor, un prospectus, ou un reporting normé. Cette offre permettra de compléter le dispositif d'Alternext historiquement attaché aux actions au segment obligataire. La Place sera alors pleinement équipée sur le segment des marchés non réglementés. Notre initiative est lancée sur une base européenne afin d'élargir au maximum la base investisseurs.

Cette initiative européenne (et d'autres encore à venir) accompagnent le projet phare de la Commission européenne d'Union des marchés de capitaux, lancé officiellement le 18 février dernier. Le placement privé en est l'un des cinq axes forts – l'objectif est de créer un véritable marché unique des capitaux pour fluidifier le financement des entreprises européennes et doper la croissance dans les 28 États membres de l'UE.

Nous souscrivons pleinement aux différents objectifs définis par la Commission européenne dans le cadre de son livre vert et qui consistent principalement à :

- améliorer l'accès au financement de toutes les entreprises et de tous les projets d'infrastructure en Europe ;
- aider les PME à lever des fonds aussi facilement que les grandes entreprises ;
- créer un marché unique des capitaux en supprimant les obstacles aux investissements transnationaux ;
- diversifier le financement de l'économie.

Sur le segment spécifique des PME-ETI, la réouverture des marchés est à l'œuvre depuis maintenant plus de 18 mois. Les PME sont le relais d'innovation, de croissance et d'emplois. Avec EnterNext, une filiale dédiée à la promotion et au développement des PME-ETI (Entreprises de taille intermédiaire), nous activons un certain nombre de dispositifs pour accompagner les dirigeants d'entreprises vers un financement par le marché en actions ou en obligations. Le rôle d'EnterNext est d'accompagner et d'encourager le développement du marché des petites et moyennes capitalisations. Il s'agit :

- d'expliquer aux chefs d'entreprise non cotées que le marché constitue une solution de financement accessible et adaptée : combattre des idées reçues et rétablir quelques vérités ;
- d'accompagner et de renforcer la visibilité des sociétés cotées pour leur permettre d'utiliser au mieux l'outil de marché ;
- de promouvoir les marchés auprès des investisseurs ;
- d'agir comme fédérateur de l'écosystème boursier.

Notre objectif prioritaire est de positionner la Bourse comme source de financement à la portée des PME-ETI et proposer une solution au défi que constitue le financement de leur croissance. La diversité de la cote est essentielle au bon fonc-

tionnement des marchés. EnterNext couvre 733 PME-ETI cotées sur les marchés européens d'Euronext dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros (capitalisation totale 126Md€), soit pour la place de Paris 533 sociétés représentant une capitalisation de 76Md€.

La proximité et la pédagogie sont au cœur de l'action d'EnterNext vis-à-vis des chefs d'entreprise. Nous avons constitué une équipe de 16 personnes couvrant la France, les Pays Bas, la Belgique et le Portugal.

En France, nous avons ouvert quatre bureaux en région afin de participer aux dynamiques et initiatives locales : Lyon, Marseille, Bordeaux et Nantes.

Plus de 1200 entreprises (800 en France) – cotées ou non cotées (50/50) – ont été rencontrées individuellement en 2014 par nos équipes, afin de faire un point sur leurs projets.

EnterNext a par ailleurs pris part à plus de 210 opérations de promotion des marchés small&mid (150 en France) auprès des entrepreneurs mais aussi des investisseurs : roadshow investisseur, RDV des entreprises cotées, organisation de dîners d'entrepreneurs, etc.

Les PME-ETI ont besoin de capitaux pour financer leurs projets de croissance et à l'autre bout de la chaîne, nous observons un regain d'intérêt de la part des investisseurs, en quête de rendement, pour les valeurs moyennes. Enfin, un changement de mentalité est à l'œuvre chez les entrepreneurs qui repositionnent les marchés financiers comme une source de financement crédible. En cela, le travail de terrain (pédagogie sur le fonctionnement et l'utilité des marchés financiers) en régions des équipes d'EnterNext commence à porter ses fruits. C'est la conjonction de ces facteurs qui explique la dynamique à l'œuvre sur les marchés des petites et moyennes valeurs. Nous ne pouvons pas pour autant en déduire avec certitude une reprise économique globale.

Il est encore tôt pour le dire mais les opérations observées depuis le début de l'année affichent une capitalisation boursière moyenne supérieure (96 millions d'euros/50/60). Nous travaillons, à titre illustratif, sur un certain nombre d'initiatives pour le secteur Tech au sein d'EnterNext. Sur EnterNext, seul, ce sont 27 introductions en Bourse qui ont concerné l'an dernier des sociétés innovantes (sur un total de 31) pour une levée de 544 millions d'euros (740 millions d'euros au total).

Nous souhaitons devenir le hub de référence en Europe pour les valeurs technologiques. Nous croyons au potentiel de ce secteur. Il n'y a pas d'offre en Europe aujourd'hui égalant EnterNext sur ce segment. La « French Tech » bénéficie d'une très bonne image. La France dispose d'un vivier d'entreprises technologiques, qu'il s'agisse de sociétés de biotechnologies, de medtechs (technologies médicales), de cleantechs (technologies liées à l'énergie et à l'environnement) ou encore de groupes évoluant dans les objets connectés et les TMT (Technologies, Médias et Télécommunications). Nous allons ainsi lancer dans les semaines qui viennent un label Tech dédié à une quarantaine de « pépites » des secteurs TMT, cleantech et sciences de la vie (biotech et medtech). Ces sociétés bénéficieront de services premium, dont l'inclusion dans un indice. L'objectif est de promouvoir, accompagner et donner de la visibilité aux sociétés Tech européennes de croissance. Nous finalisons également notre programme TechShare, programme d'accompagnement et de coaching de 30 dirigeants d'entreprises non cotées vers les marchés.

## Cadre réglementaire

Concernant plusieurs sujets réglementaires, et je salue la présence de l'AMF, le groupe de réflexion de l'AMF sur les introductions en bourse en 2014 s'est traduit par des propositions concrètes (par exemple l'élargissement de la fourchette de prix) dont nous sommes en train de récolter les premiers fruits (ELIS par exemple).

Concernant le sujet des retraits de cote, je rappelle que le Code monétaire et financier impose à l'entreprise de marché de prendre en considération les intérêts des actionnaires minoritaires avant une radiation (L. 421-15 II). Euronext a formulé auprès de l'AMF des propositions qui visent à répondre à cette exigence légale en combinant des critères de faible activité sur le titre en raison de la présence d'un actionnaire largement majoritaire et des mesures permettant la sortie, sur base volontaire, des actionnaires minoritaires dans des conditions satisfaisantes s'appuyant sur les modalités d'une offre publique soumise au contrôle des autorités. Nous espérons que ces propositions, qui doivent recueillir l'approbation du collège de l'AMF avant d'entrer en vigueur, amélioreront la situation actuelle.

Concernant la question des droits de vote double de la loi Florange, il nous semble que ce sujet ne doit pas être porté au-delà de son impact réel pour les entreprises. Le message que nous adressons aux investisseurs qui s'étonnent de ce développement est que ce dispositif législatif qui confère des droits de vote double aux actionnaires détenant leurs titres au nominatif à l'issue d'une période de deux ans peut être désactivé par un vote en assemblée générale extraordinaire, ce qui est le cas en pratique (voir analyse de CapitalCom). Au-delà il faut avant tout faire savoir la qualité de la gouvernance de nos sociétés cotées en France. Les pratiques de gouvernance françaises des sociétés cotées se situent aujourd'hui au niveau des meilleurs standards européens et internationaux et constituent un facteur clé de compétitivité qui s'intègre pleinement dans une dynamique indispensable de croissance et de confiance. Nous allons d'ailleurs publier avec différents acteurs de place un guide sur la gouvernance en fin mai, guide que nous présenterons aux investisseurs américains, début juin, à l'occasion de nos journées pan-européennes de New York et Boston.

Sur le sujet des actionnaires particuliers, nous sommes convaincus que nous avons collectivement une opportunité réelle de réassocier les particuliers au financement de nos entreprises sur des produits simples, transparents et liquides. Il est impératif que l'épargne des Français retrouve le chemin de l'investissement productif. L'Observatoire des Actionnaires d'Avenir fondé avec Capitalcom et d'autres acteurs<sup>28</sup> confirme ce qu'indiquent plusieurs enquêtes d'opinion récentes : la majorité des Français attendent beaucoup de leurs entreprises et ils sont prêts à les soutenir et à les accompagner dans leur développement, dès lors qu'ils adhèrent à leur stratégie et apprécient leur engagement au service du bien commun. C'est une bonne nouvelle et tous les acteurs du monde de l'entreprise et de la finance doivent s'employer à alimenter la dynamique, les banques et les réseaux de distribution notamment.

La pédagogie est au cœur des priorités : les investisseurs particuliers doivent en effet être heureux et fiers de financer les entreprises qui investissent et qui ont le souci du bien commun à travers une stratégie de responsabilité sociale,

et environnementale. Pour cette population, il s'agit d'une démarche nouvelle vers des valeurs partagées entre l'entreprise et l'actionnaire. Il est aussi important de mieux expliquer la notion de risque aux particuliers pour leur permettre de se constituer une épargne sur le long terme, pour leur retraite. Je rappelle que les particuliers souscrivent à hauteur de 25 % dans les introductions en bourse de PME, ce qui est loin d'être négligeable avec des taux de souscription de 4, 5, 10 ou 15 fois la part allouée aux particuliers. Mais trop de français renoncent encore à investir du fait de leur aversion au risque, de leur méconnaissance du fonctionnement de la Bourse et de la complexité qu'ils en perçoivent. Rappelons que l'investissement en actions est de très loin le meilleur véhicule d'investissement sur longue période même en prenant les points bas de marché. On oublie souvent que les entreprises versent des dividendes qui capitalisés effacent assez vite les points bas de marché ! C'est donc aussi notre rôle de faire rencontrer ces investisseurs avec les entreprises soucieuses de développer leur actionnariat individuel pour apporter à terme plus de stabilité à leur actionnariat. Pour elles, croissance rentable et responsabilité sociale, sociale et environnementale sont les vrais moteurs d'attraction d'une nouvelle population d'actionnaires dans une démarche de création de valeur partagée dans la durée entre l'entreprise et l'actionnaire. C'est pourquoi nous sommes convaincus chez Euronext que la démarche vers un actionnariat individuel renouvelé dans un esprit de responsabilité partagée est une notion d'avenir riche de promesses pour notre économie. ■

## Annexes

### Annexe 1 : Fiches Techniques du colloque du 9 avril 2015 – V. de Beaufort CEDE-ESSEC [www.cede-essec.edu](http://www.cede-essec.edu)

#### Fiche 1 : Les différents dispositifs anti-OPA en Europe

Ces dispositifs peuvent être anticipés et concerner l'accès au capital lui-même, l'exercice du contrôle lié en principe à la détention du capital tant en AG qu'au niveau de la direction (CA et CS), la jouissance des actifs de la société cible ou bien encore être déclenchés au moment de l'officialisation de l'offre « qualifiée d'hostile ».

#### Un principe de transparence

L'article 10 de la Directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA (JOUE du 30 avril 2004) impose la transparence sur la structure du capital et les dispositifs susceptibles de constituer des mesures anti-Opa et permet au travers des déclarations annuelles requises des sociétés cotées, auxquelles s'ajoutent les éventuelles déclarations de franchissement de seuils imposés par la Directive 88/627/EEC du 12 décembre 1988 modifiée par la Directive 2003/0045, d'identifier l'arsenal dont dispose les entreprises selon les États.

Des informations détaillées sur les points suivants sont requises :

- la structure du capital,
- les restrictions au transfert de titres ou au droit de vote éventuellement prévues dans les statuts,

27 Dont le CEDE-ESSEC et plusieurs sociétés du CAC 40.

- les droits de contrôle spéciaux et leurs détenteurs,
- les accords entre actionnaires connus de la société,
- les accords importants auxquels la société est partie,
- les accords entre la société et ses dirigeants ou employés qui prévoient des indemnités en cas de licenciement sans raison valable ou par suite d'une OPA.

Ces informations sont à publier dans le rapport annuel de la société, prévu à l'article 46D 78/660/CEE et à l'article 36 D 83/349/CEE.

Par ailleurs, certains États : le Royaume-Uni et la France exigent en outre des sociétés pour lesquelles il existe des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent une OPA, seules ou de concert, de rendre publiques leurs intentions (dispositif « anti-rumeur » de l'art. 222-22 et s. RG AMF).

#### Classement des défenses possibles en cinq grands types

Quelques précisions utiles à ce stade : d'une part, dans la grande majorité des cas, les entreprises ont mis en place plusieurs de ces procédés qui vont intervenir en complémentarité ; d'autre part, les entreprises ont de nettes préférences pour certaines protections selon leur degré d'efficacité, mais aussi selon leur capacité à les faire adopter en AG et bien entendu, selon que lesdites défenses sont tolérées dans certains États membres et pas dans d'autres, ainsi pas de droit de vote multiple en Allemagne depuis près de 12 ans, alors qu'ils sont encore fort répandus en Scandinavie, etc. Il est ainsi, par exemple, bien plus facile de prévoir, dans un contrat de cession de droits de propriété industrielle, une clause dite de changement de contrôle qui fait perdre une licence de brevet utile à l'activité de l'entreprise convoitée que de faire voter en AG un dispositif de limitation des droits de vote à 15 %. De même, le recours à un chevalier blanc, avec qui il a été pré-convenu d'une intervention en cas d'offre hostile est a priori aisé, sauf que ledit chevalier acquéreur des titres emportant contrôle risque de devenir de plus en plus gris au fur et à mesure qu'il revendiquera de se mêler de la stratégie et d'obtenir des nominations au CA ou au CS. Ou encore à propos des pactes d'actionnaires faciles à mettre en place, rappelons que l'efficacité de tels pactes est réduite par la jurisprudence qui n'accorde, en cas de violation, que des dommages et intérêts. Bref, il n'y a pas de défense parfaite en termes d'efficacité, ni de défense parfaite qui n'aurait pas d'impact sur le pouvoir des dirigeants.

#### OBSTACLES À L'ACCÈS AU CAPITAL

- ◆ Plafonnement des participations (ownership caps) ;
- ◆ Actions spécifiques (golden shares) qui octroient des pouvoirs étendus au conseil de surveillance ou d'administration : pouvoir de nomination, agrément, droit de veto : (cf. décret du 6 août 1986) en cas de cessions d'actifs et de franchissement de seuils dans des entreprises ayant des activités stratégiques ou qui relèvent pour partie du secteur de la défense ;
- ◆ Restrictions à la cessibilité des actions (applicables aux actions non cotées ; les actions cotées peuvent être soumises à des restrictions inscrites dans des pactes d'actionnaires) ;

- ◆ Défaut d'accès aux actions sous-jacentes (lorsque des certificats représentatifs d'actions sont négociés, et non les actions sous-jacentes) ;
- ◆ Dilution de la participation détenue par l'offrant ou l'offrant potentiel (« pilules empoisonnées » ou certains types de dettes empoisonnées) ;
- ◆ Réduction du capital social disponible par rachat par la société de ses propres actions, participations croisées ou structures pyramidales.

#### OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE AU NIVEAU DE L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

- ◆ Limitations affectant l'exercice des droits de vote (voting caps) ;
- ◆ Actions à droit de vote double ou multiple ;
- ◆ Actions à droit de vote restreint ou sans droit de vote ; droit de participation au résultat et à l'actif net sans droit de vote ;
- ◆ Vote différé (time lapse voting scheme) ;
- ◆ Exigences en matière de quorum ;
- ◆ Pactes d'actionnaires, accords de vote contraignants ; cartel de vote (voting trust) ;
- ◆ Supermajorités ;
- ◆ Actions spécifiques (golden shares).

#### OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE AU NIVEAU DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

- ◆ Codétermination ou cogestion (CS - structure duale) ;
- ◆ Société en commandite par actions (SCA) ;
- ◆ Actions assorties d'un droit spécial de nomination des membres du conseil (dites de préférence) ;
- ◆ Mandats des membres du Conseil renouvelable par tranches ;
- ◆ Conditions d'éligibilité au conseil (par exemple, détention préalable d'une participation pendant une période donnée) ;
- ◆ Parachutes dorés ;
- ◆ Super majorité requise pour pouvoir révoquer ou élire le conseil.

#### OBSTACLES À L'EXERCICE DU CONTRÔLE SUR LES ACTIFS DE LA SOCIÉTÉ

- ◆ Vente d'actifs (politique de la terre brûlée : scorched earth ou cession des bijoux de la couronne : crown jewels) ;
- ◆ Cession et transfert partiel d'actifs (spin-off) ;

- ◆ Convention de dettes empoisonnées (dispositifs d'endettement remboursables en cas de changement de contrôle)\* ;
- ◆ Convention de cession de contrat sur des droits de PI (licence de brevet ou de marque)\* ;
- ◆ Parachutes dorés et primes de départ aux dirigeants, voire aux salariés (golden and tin parachutes) ;
- ◆ Acquisitions d'actifs spécifiques protégés par une réglementation sectorielle (médias, secteurs stratégiques) ;
- ◆ Taille de l'entité déclenchant un contrôle des concentrations européen, national (antitrust).

## OBSTACLES POSTÉRIEURS AU DÉCLENCHEMENT D'UNE OFFRE

- ◆ Rachat d'actions ; offre de la société sur ses propres titres ; offre en vue d'une radiation de la cote ;
- ◆ Augmentation de capital autorisée préalablement (exemple des bons Breton) ;
- ◆ Émission d'actions avec droits préférentiels de souscription parfois réservés à des mains amies, parfois au personnel (ESOP) ;
- ◆ Contentieux (sur l'offre même, au regard de la législation antitrust, au titre du non-respect de réciprocité) ;
- ◆ Appel à un « Chevalier blanc » (white knight) ;
- ◆ Rachat de la participation de l'offrant : (greenmail) ;
- ◆ Défense « pacman » (contre-offre sur l'offrant).

## Fiche 2 : L'harmonisation européenne et ses limites – les modèles européens

Le dispositif est issu de la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA (JOUE 30 avril 2004).

La question de la bonne gouvernance des sociétés, en cours d'OPA « hostiles » est une préoccupation cardinale du législateur communautaire. La position de principe de l'Union européenne est celle d'un jeu des offres d'acquisition ouvert, en application du principe de la liberté d'établissement et d'investissement et, dans la logique d'un libre marché, et de la liberté de l'actionnaire. La théorie de l'agence a influencé l'approche de la Commission européenne qui estime que le libre jeu des offres a un rôle régulateur.

### Principes de base en matière de dispositif anti-OPA

La Commission européenne a préconisé que les obstacles aux offres soient le plus limités possible : principe de neutralisation des dirigeants (article 9), limitation des dispositifs préventifs (article 11) et exigence de transparence (article 10) permettant au marché d'identifier la structure de capital et les dispositifs statutaires et contractuels susceptibles de freiner ou bloquer une offre. Cependant, la version finale de 2004, un article 12 : « Arrangements facultatifs » donne la faculté aux États membres de déroger aux articles 9 et 11, neutralisant en partie le texte. Il convient donc de s'interroger sur la diversité des transpositions du texte en droit et l'utilisation que les entreprises européennes ont pu faire des dispositifs nationaux, partagées entre le souci d'être protégées de prises de contrôle hostiles et la nécessaire attractivité du titre de la société cotée.

Établir l'égalité des conditions de jeu en matière d'OPA (level playing field) au niveau européen, en ce qui concerne les mécanismes pouvant faire échouer ou avorter une offre publique d'acquisition, la décision finale devant incomber aux actionnaires. Ainsi, a priori, l'article 9, paragraphe 1, point a) prévoit que l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires visée doit être accordée préalablement à toute action visant à contrer une OPA déclenchée, exceptée la sollicitation d'offres concurrentes. Or, bon nombre des sociétés européennes s'écartent de cette philosophie. Par exemple, le contrôle est souvent entre les mains du conseil d'administration et/ou d'une minorité d'actionnaires du fait de l'existence de plusieurs catégories d'actions assorties de droits de vote différenciés ; limitation générale du droit de vote de certains actionnaires ; droit de contrôle spécial, attribué aux détenteurs d'une catégorie de titres donnée (actions spécifiques ou golden shares) ou au conseil d'administration ; conventions de vote (ou voting trusts) ; structures pyramidales, participations croisées. L'article 11 concerne la neutralisation des dispositifs préventifs : il prévoit que l'offrant qui a réussi à acquérir une partie substantielle du capital (75 %) doit pouvoir neutraliser les mécanismes de nature à l'empêcher d'exercer un contrôle proportionnel à la participation qu'il détient. L'auteur de l'OPA en cours de réussite a donc le droit de convoquer une assemblée à bref délai, afin de faire éliminer des statuts de la société les « scories » qui l'empêcheraient d'exercer son pouvoir de contrôle et de direction y inclus d'éventuels pactes d'actionnaires.

Mais l'article 12 – du nom peu juridique d'« Arrangements facultatifs » – dispose que :

1. Les États membres peuvent se réserver le droit de ne pas demander aux sociétés visées à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, dont le siège se trouve sur leur territoire, d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11.

2. Lorsque des États membres font usage de la faculté visée au paragraphe 1, ils doivent donner aux sociétés dont le siège se trouve sur leur territoire le choix réversible d'appliquer ou non l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11, sans préjudice des dispositions de l'article 11, paragraphe 6. Une décision dans ce sens doit être prise lors de l'assemblée générale des actionnaires de la société, conformément à la législation applicable sur le territoire dans lequel se trouve le siège de la société et aux règles applicables à la modification des statuts de la société. La décision doit être notifiée à l'autorité de contrôle de l'État membre sur le territoire duquel se trouve le siège de la société ainsi qu'aux autorités de contrôle de tous les États membres dans lesquels ses titres sont admis à être négociés sur un marché réglementé ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.

3. Les États membres peuvent, dans les conditions fixées par la législation nationale, exempter les sociétés qui appliquent l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11 d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11 si elles font l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement par une telle société, conformément à l'article 1<sup>er</sup> de la directive 83/349/CEE.

### Un dispositif à géométrie variable

Ainsi, différents cas de figure sont envisageables et, les États membres ont conservé le modèle correspondant le mieux à leur conception de ce qui constitue une bonne gouvernance

d'entreprise : priorité absolue ou plus nuancée des actionnaires, notion d'intérêt social ou d'intérêt stratégique de l'entreprise, rôle du dirigeant, conseil d'administration et révocation ad nutum des administrateurs ou structure duale et pérennité relative des dirigeants, etc.

Sachant que si le marché perçoit un signal de fermeture absolue d'une société cotée, un risque de décote est à craindre, puisque la société n'attire alors que les investisseurs passifs se privant des autres. On peut distinguer quatre types de systèmes.

### La solution ouverte des États Baltes

Par souci d'attractivité pour doper les entreprises avec des investissements étrangers (russes ?) : transposition des articles 9 et 11 et non-transposition de l'exception de réciprocité. Avec une variante en Italie qui ouvre le jeu, mais conserve la réciprocité.

### La solution à la « britannique »

Empreinte d'une approche libérale qui confirme une règle de neutralité du conseil d'administration mais prévoit l'autorisation des clauses statutaires organisant des restrictions au transfert de titres et des restrictions sur la propriété des actions si elles ont été votées en AG – Royaume-Uni, Irlande, Autriche, République tchèque, Suède, Finlande, Slovaquie, Malte. Transposition de l'article 9, mais non-transposition de l'article 11 et non-transposition de l'exception de réciprocité.

### La solution « rhénane »

Cette approche est la plus protectrice, elle sévit dans les États pratiquant la structure de gouvernance duale : directoire et conseil de surveillance et, permet de mener des actions de défense, pour peu que le directoire soit soutenu par le conseil de surveillance, au nom de l'intérêt stratégique de l'entreprise sans passer par la « case » d'une AGE. L'entreprise est conçue comme collectivité sociale et le management, en charge de protéger celle-ci, dispose d'une marge de manœuvre assez importante – Allemagne, Danemark, Pays-Bas, Luxembourg, Pologne, (dans une certaine mesure la Belgique), le pays le plus fermé étant les Pays-Bas, le « Delaware » européen. Opt out (non-transposition) des articles 9 et 11.

### La solution à la « française » avant la loi Florange

Un libre jeu des OPA officiel, mais des défenses préventives et un jeu particulier, du fait entre autres, d'une certaine proximité des pouvoirs publics avec les milieux d'affaires. Neutralité du management, mais neutralisation partielle des mesures préventives susceptibles de faire échouer l'offre et, en cas de situation de « non-réciprocité » possibilité de lutter contre l'offre, notamment de maintenir des délégations de capital (avec un dispositif particulièrement intéressant : les bons Breton) – Espagne, Portugal, Slovaquie, Grèce, Chypre, Hongrie. Transposition de l'article 9, mais non-transposition de l'article 11 et transposition de l'exception de réciprocité.

### Modifications liées à la loi « Florange » et incidences possibles

- Droits de vote double : la loi Florange ayant inversé le principe jusqu'ici en vigueur, sauf si une clause statutaire contraire est adoptée, les droits de vote double sont attribués de plein droit à tous les actionnaires de sociétés cotées détenant leurs titres au nominatif pendant deux ans. Il est à

constater que l'influence importante des agences de conseils en vote et des investisseurs étrangers pourrait neutraliser le dispositif légal, voire faire abandonner le dispositif aux entreprises l'utilisant antérieurement (sauf celles où l'État a une influence) en créant un activisme « anti-double droit de vote » qu'une veille sur les résolutions semble vérifier (voir annexe 2 - Résolutions en AG)

- Renforcement du poids relatif du comité d'entreprise : déjà relativement mal vécu par les investisseurs étrangers, comme pas mal de dispositifs de notre droit du travail, l'avis obligatoire dans ses nouvelles modalités fait courir un risque de blocage d'une opération, donc pourrait sérieusement alarmer un initiateur potentiel. Le fait qu'a priori cette consultation soit censée intervenir dans un délai limité ne résistera pas si un comité d'entreprise décide de « jouer la montre », puisque l'avis est obligatoire.

- Abandon de la neutralité du conseil : la neutralité de principe était déjà de fait nuancée par certains dispositifs comme les « Bons Breton » (article L. 233-32, II du Code de commerce). Ils sont de moins en moins utilisés, précisément car ils s'articulent mal avec le principe de neutralité des organes d'administration et de direction ; il est donc intéressant d'examiner dans quelle mesure les entreprises réintègrent le dispositif. Celui-ci est mal perçu par les agences de conseils en vote, et les entreprises en tiennent compte. Ainsi une autorisation de droit pourrait être paralysée par les pratiques du marché.

- Actions aux salariés : dispositif très utilisé par les sociétés françaises, la loi l'étend, mais avec des conditions précises : le seuil est désormais de 30 % et les actions sont attribuées gratuitement à tous les salariés avec un écart limité de 1 à 5.

## Annexe 2 : Loi Florange – Généralisation des droits de vote double – en pratique, par CapitalCom<sup>29</sup>

L'instauration d'un droit de vote double pour les actions de sociétés cotées détenues depuis deux ans au nominatif – sauf disposition statutaire aménageant ce principe ou y dérogeant – est intégrée au troisième volet de la loi visant à reconquérir l'économie réelle, intitulé « Mesures en faveur de l'actionnariat de long terme ». Disposition motivée par « l'idée d'encourager l'actionnariat de long terme en le récompensant, sur la base du postulat de la bienveillance des actionnaires de long terme à l'égard de la société dont ils détiennent des parts et de l'intérêt pour les sociétés françaises de disposer d'un actionnariat stable ».

### État des lieux :

En novembre 2014, 22 sociétés du CAC 40 – soit 55 % – avaient déjà mis en place un dispositif de droit de vote double : Accor, Alcatel-Lucent, AXA, Bouygues, Carrefour,

28 Fondée en 2005 par Caroline de La Marnierre, CAPITALCOM est une agence de communication indépendante, force de proposition en matière de performance responsable. Expert en communication financière, CAPITALCOM a publié – dès 2006 – le 1<sup>er</sup> Baromètre des Attentes des Actionnaires Individuels à l'approche de la saison des AG et le 1<sup>er</sup> Bilan des Assemblées Générales puis – en 2014 – l'Observatoire des Actionnaires d'Avenir. L'agence accompagne les sociétés qui le souhaitent afin de fidéliser et de développer leur actionnariat individuel et salarié. [www.capitalcom.fr](http://www.capitalcom.fr).

Danone, Essilor, Kering, Lafarge, Legrand, Michelin, LVMH, Pernod-Ricard, Publicis, Safran, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Technip, Total et Valeo. Ainsi, 14 sociétés devront prendre position lors des AG 2015 en proposant – ou non – une résolution visant à rétablir le principe du « une action, une voix ». Alors que l’Air Liquide, L’Oréal et Vinci disposant de droits de vote double par le passé, les ont supprimé avec le consentement de leurs actionnaires en AG.

### Les proxies mènent une campagne active contre le dispositif

#### a) AFG

En réponse à la loi Florange visant à généraliser les droits de vote double, l’AFG invite les sociétés à proposer au vote de l’AG une résolution visant à rétablir le principe « une action, une voix » en inscrivant dans leurs statuts l’égalité des droits de tous les actionnaires.

#### b) GlassLewis

GlassLewis recommande de voter contre les résolutions de nomination de membres du Conseil si l’émetteur ne neutralise pas statutairement les droits de vote double. Cette recommandation ne s’applique pas aux émetteurs ayant déjà des droits de vote double en place.

#### c) ISS

ISS prend position contre le droit de vote double et indique que les sociétés françaises qui n’auront pas amendé leurs statuts en conséquence ou fait part de leur intention de le faire avant le 3 avril 2016, verront rejeter systématiquement les

résolutions relatives au renouvellement de leurs administrateurs ou membres du conseil de surveillance.

#### d) Proxinvest

Proxinvest « s’inquiète de la généralisation des droits de vote double » et recommande aux sociétés de réintroduire le principe « une action, une voix » dans leurs statuts.

La F2iC a également lancé une pétition destinée aux actionnaires individuels sur le renoncement aux droits de vote double : elle s’oppose au caractère obligatoire de la loi.

### Bilan 2014...

Huit sociétés du SBF 120 ont déjà soumis au vote des actionnaires une résolution visant à restaurer le principe « une action, une voix » suite à l’instauration de la loi Florange. La résolution a été approuvée dans toutes les AG, à l’exception de celle d’Alstom où l’État a demandé à Bouygues de voter contre dans le cadre du deal entre Bouygues et Alstom.

Trois motifs au dépôt de résolution se dégagent du rapport du Conseil d’Administration et/ou de l’exposé des motifs des résolutions dans l’avis de convocation de ces sociétés :

- ◆ Les réticences des agences de conseil en vote et des investisseurs institutionnels à l’égard des droits de vote double ;
- ◆ Le maintien de l’égalité de traitement entre les actionnaires détenant leurs titres au nominatif et ceux les détenant au porteur ;
- ◆ La protection de la démocratie actionnariale, traduite par le principe « une action – une voix ».

Société	Date de l’AG	Résolution n°	Intitulé de la résolution	Rapport du Conseil d’Administration Exposé des motifs	Résultats
Alstom	1 <sup>er</sup> juillet 2014	20	« Modification de l’article 15.3 des statuts afin d’introduire une clause pour conserver des droits de vote simples. »	« Il apparaît que le marché, et notamment les agences de conseils en vote et les investisseurs institutionnels expriment des réticences à l’égard des droits de vote doubles. »	52,01 % Rejetée
Eutelsat	7 novembre 2014	13	« Décision suite à l’instauration d’un droit de vote double de droit par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 ; rejet de la mesure et modification de l’article 12.3 des statuts afin de conserver des droits de vote simples »	« Maintenir l’égalité de traitement entre les actionnaires détenant leurs actions au nominatif et ceux les détenant au porteur »	99,84 % Adoptée
Klépierre	11 décembre 2014	9	« Modification de l’article 28 (droit de vote) des statuts de la société »	-	99,93 % Adoptée
M6	5 mai 2014	23	« Modification de l’article 35 des statuts concernant les droits de vote »	« Une telle mesure entrainerait un traitement inégalitaire des actionnaires de la société détenant des actions inscrites au nominatif depuis deux ans au moins, puisque l’actionnaire de contrôle se trouve doublement plafonné par les articles 28 et 39 de la loi du 30 septembre 1986 sur l’Audiovisuel »	99,71 % Adoptée

Société	Date de l'AG	Résolution n°	Intitulé de la résolution	Rapport du Conseil d'Administration Exposé des motifs	Résultats
Nexans	15 mai 2014	18	« Modification de l'article 21 des statuts : exclusion des droits de vote double »	« La règle de principe proposée par la loi n'est pas cohérente avec les règles de démocratie actionnariale, et en particulier au principe « une action, une voix », adoptées par Nexans dans le contexte de l'accord conclu entre Nexans et le groupe Quiñenco. En effet, l'Assemblée générale des actionnaires de Nexans du 10 novembre 2011 a décidé de supprimer le droit de vote double et a imposé à tout actionnaire une limitation à 20 % des voix exprimées en assemblée sur les opérations majeures structurantes du Groupe, permettant ainsi d'exclure tout droit de veto d'un actionnaire en assemblée sur ces sujets. »	99,62% Adoptée
Nexity	20 mai 2014	29	« Modification des articles 10 et 20 des statuts afin de ne pas conférer de droit de vote double en application de l'article L. 225-123 dernier alinéa du Code de commerce »	-	99,88% Adoptée
Rubis	5 juin 2014	14	« Modification de l'article 40 des statuts : exclusion du droit de vote double »	« La Société considère que cette disposition, imposée par la nouvelle loi contrairement au dispositif antérieur reposant sur le volontariat, va à l'encontre de la démocratie actionnariale traduite par le principe d'« une action - une voix » en créant une inégalité de traitement entre les actionnaires au porteur et au nominatif. »	99,98% Adoptée
Saft	12 mai 2014	20	« Modification de l'article 15 des Statuts de la Société relatif aux droits de vote »	-	99,88% Adoptée

### État des lieux en 2015...

Sur les quatorze sociétés du CAC 40 qui sont concernées, onze sociétés du CAC 40 ont inscrit à leur ordre du jour une résolution visant à restaurer le principe « une action, une voix » suite à l'instauration de la loi Florange.

Trois motifs au dépôt de résolution se dégagent du rapport du conseil d'administration et/ou de l'exposé des motifs des résolutions dans l'avis de convocation de ces sociétés :

- ◆ Le souhait de laisser le choix aux actionnaires de la mise en place du droit de vote double – comme la loi le permet – en bonne gouvernance ;
- ◆ Le maintien de l'égalité de traitement entre les actionnaires détenant leurs titres au nominatif et ceux les détenant au porteur ;
- ◆ La protection de la démocratie actionnariale, traduite par le principe « une action – une voix ».

Société	Date de l'AG	Résolution n°	Intitulé de la résolution	Rapport du conseil d'administration Exposé des motifs
Air Liquide	6 mai 2015	14	« Modification de l'article 8 (Droits et obligations attachés aux actions) des statuts de la Société »	« Cette réaffirmation de l'égalité actionnariale est dans la droite ligne des principes que soutient votre Société depuis plus de 20 ans. Par son Assemblée Générale du 19 mai 1993, la Société avait ainsi supprimé le droit de vote double de ses statuts, afin d'éviter notamment qu'un actionnaire important prenne un pouvoir disproportionné par rapport au pourcentage d'actions qu'il détiendrait, et donc des fonds qu'il aurait investis. »

Société	Date de l'AG	Résolution n°	Intitulé de la résolution	Rapport du conseil d'administration Exposé des motifs
BNP Paribas	13 mai 2015	18	« Modification statutaire liée à la réforme relative au droit de vote double instauré par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle »	« Il est proposé à l'Assemblée Générale de confirmer son attachement au principe de gouvernance « une action = une voix » en précisant à l'article 18 des statuts que « (...) chaque action donne droit à une voix et qu'il n'est attribué aucun droit de vote double » »
Capgemini	6 mai 2015	10	« Modification de l'article 8, alinéa 1 <sup>er</sup> , des statuts - Droits attachés à chaque action - aux fins de prévoir que chaque action, même inscrite au nominatif, conserve un droit de vote simple »	« Après en avoir délibéré attentivement au vue des pratiques en la matière sur le marché français et de celles des sociétés étrangères de son secteur, votre Conseil a jugé, prenant en considération les préoccupations des actionnaires, qu'il y avait lieu d'utiliser cette faculté de dérogation en prévoyant que les actions Cap Gemini conserveraient un droit de vote simple. »
Crédit Agricole	20 mai 2015	23	« Modification de l'article 10 des statuts afin de ne pas conférer de droit de vote double aux actions ordinaires conformément au dernier alinéa de l'article L. 225-123 du Code de commerce »	« Conformément aux dispositions de l'article L. 225-123 du Code de commerce, nous vous proposons de maintenir le principe actuel selon lequel chaque action ordinaire de la Société donne droit à une voix et, par conséquence, de modifier l'article 10 des statuts, afin de ne pas conférer automatiquement de droit de vote double auxdites actions »
GDF SUEZ	28 avril 2015	24	Modification de l'article 11 (Droits de Vote Attaché aux Actions) des statuts	« En bonne gouvernance, votre Conseil d'Administration a souhaité permettre aux actionnaires de se prononcer sur une résolution spécifique visant à modifier l'article 11 des statuts à l'effet de supprimer le droit de vote double de droit instauré par la loi Florange. [...] Il est précisé que L'État a d'ores et déjà fait savoir à la Société qu'il ne voterait pas en faveur de cette résolution en Assemblée Générale »
L'Oréal	22 avril 2015	11	« Modification de l'article 12 des statuts liée à l'instauration d'un droit de vote double par la Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 afin de conserver des droits de vote simples »	« Le Conseil d'Administration réitère son attachement au principe que chaque action donne droit à une voix en proposant à l'Assemblée Générale de modifier les statuts afin de conserver des droits de vote simples. »
Renault	30 avril 2015	12	« Instauration statutaire du principe « une action, une voix » conformément à la faculté prévue par l'article L. 225-123 du Code de commerce et modification corrélatrice de l'article 9 des statuts de la Société »	-
Unibail-Rodamco	16 avril 2015	20	« Modification de l'article 18 des statuts (exclusion du droit de vote double) »	« Dans le souci de promouvoir la démocratie actionnariale et la volonté d'une représentation équitable de tous les actionnaires, basée sur le principe « une action, une voix », vous êtes invités à modifier l'article 18 des statuts afin de supprimer ledit droit de vote double. »

Société	Date de l'AG	Résolution n°	Intitulé de la résolution	Rapport du conseil d'administration Exposé des motifs
Veolia	22 avril 2015	A	« Modification de l'article 10 des statuts visant à ne pas conférer de droit de vote double (résolution non-agrèée par le Conseil d'Administration) »	« Votre conseil d'administration a décidé de soumettre à la décision de l'assemblée générale cette modification des statuts visant à ne pas instaurer au bénéfice des actionnaires de droits de vote double et à conserver le principe « d'une action – une voix ». Tout en se remettant à la décision de l'assemblée générale, votre conseil n'agrèe toutefois pas cette résolution et recommande d'émettre un vote défavorable à la modification de l'article 10.1 des statuts de la Société en considérant que ces dispositions légales en matière de droits de vote double sont dans l'intérêt de la Société en favorisant son actionnariat de long terme. »
Vivendi	17 avril 2015	A	« Modification de l'article 17.3 des statuts. Proposée par Phi-Trust, Railways Pension Trustee Company Ltd, PGGM Investments, AMUNDI Group pour le compte de AMUNDI AM et CPR AM, CalPERS, Edmond de Rothschild Asset Management, OFI Asset Management, OFI Gestion Privée, Aviva Investors, DNCA Finance et Proxinvest. Non agrèée par le Directoire »	-
VINCI	14 avril 2015	29	« Modification de l'article 8 des statuts « Droits attachés à chaque action » et d'écarter la disposition de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 relative à l'acquisition d'un droit de vote double de droit par les actions pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire »	-

### Abandon du principe de neutralité du conseil d'administration

Afin de lutter contre les OPA hostiles, la loi prévoit la modification de l'article L. 233-32 du Code de commerce, qui dispose désormais que pendant la période d'offre publique visant une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance, « peut prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société ».

Toujours en opposition à la loi Florange, l'AFG, Glass Lewis, ISS et Proxinvest affirment leur attachement au principe de neutralité du conseil d'administration en période d'offre publique. Alors que le Conseil peut désormais utiliser des autorisations financières en période d'offre, les proxies attendent que ce type de résolution – notamment d'autorisation de rachats d'actions ou d'augmentation de capital sans DPS – précise expressément que l'autorisation ne peut être utilisée pendant une offre publique.

Les situations sont différenciées au sein du CAC 40 à la lecture des projets de résolution pour 2015 :

- ◆ Une poignée de sociétés comme Bouygues souhaitent tirer parti de cette possibilité en proposant une autorisation de rachat d'actions en période d'offre public ; à l'inverse,
- ◆ Air Liquide s'inscrit clairement en opposition à la loi Florange (« Comme les années antérieures, la résolution prévoit que l'autorisation ne s'applique pas en période d'offre publique. Dans le cadre du nouveau régime de la loi du 29 mars 2014 dite « loi Florange », le Conseil d'Administration a souhaité maintenir la possibilité pour les actionnaires de se prononcer sur le rachat d'actions en cas d'offre publique ») ;
- ◆ La majorité des sociétés du CAC 40 respectent les injonctions des principaux proxies, sans faire directement référence à la possibilité qui est offerte par la loi.

### Les bons Breton

Créés par la loi du 31 mars 2006 à l'initiative de Thierry Breton, les « bons Breton » permettent à une entreprise d'augmenter son capital en cours d'offre publique en proposant à ses actionnaires des bons de souscription à petits prix, de manière à en renchérir le coût pour l'initiateur de l'offre en

raison de la dilution du capital. Initialement plébiscités en 2007 (22,5 % des sociétés du SBF 120 et 17,5 % des sociétés du CAC 40 avaient mis en place de tels dispositifs), le mécanisme a perdu son intérêt au fil du temps pour les sociétés du

CAC 40 – dont seul Bouygues a fait voter une résolution en 2014, avec un taux de contestation significatif. À noter : Bouygues propose à nouveau au vote de l'AG 2015 une résolution sur les bons « Breton ».

Année	2007	2010	2011	2012	2013	2014
Nombre de sociétés au sein du CAC 40	7	5 (Air Liquide, Bouygues, Essilor, Veolia et Vallourec)	3 (Bouygues, Safran et Saint-Gobain)	1 (Bouygues)	1 (Bouygues)	1 (Bouygues)
Taux de Contestation	24 %	28 %	24 %	17 %	22 %	15 %

### **Annexe 3 – Tableau de synthèse d'une étude comparative menée sur l'utilisation des dispositifs anti-OPA de 139 sociétés cotées dans 15 États membres**

Ce tableau est disponible sur Internet à l'adresse :

[http://document.transactive.fr/rtdf/Synthese\\_Etude\\_menee\\_sur\\_139\\_Stes\\_UE\\_-\\_Actes\\_Colloque\\_9\\_avril.xlsx](http://document.transactive.fr/rtdf/Synthese_Etude_menee_sur_139_Stes_UE_-_Actes_Colloque_9_avril.xlsx)

### **Annexe 4 – Tableau de suivi des OPA en France 2014/2015**

Ce tableau est disponible sur Internet à l'adresse :

[http://document.transactive.fr/rtdf/Suivi\\_des\\_OPA\\_en\\_France\\_2014-2015.xlsx](http://document.transactive.fr/rtdf/Suivi_des_OPA_en_France_2014-2015.xlsx)