

Le droit des sociétés & le droit boursier : l'histoire d'un désamour avec les actionnaires externes de la société

Loi Florange, Loi PACTE : mode d'emploi des initiatives législatives à ne pas prendre

Pôle Gouvernance d'entreprise

Droit & Croissance / *Rules for Growth*

V. 3 Janvier 2021



DROIT ET CROISSANCE
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

Introduction	Contexte et écueils du droit français	Page 3
Partie I	Traduction juridique des écueils	Page 14
Partie II	Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant	Page 32
Partie II	Cas pratiques	Page 40
Partie III	Propositions et perspectives d'évolution	Page 43

INTRODUCTION

Contexte et écueils du droit français

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **1^{er} écueil : Une situation héritée des trente glorieuses peu favorable aux actionnaires externes compte tenu de la concentration du capital (1)**

- **Maintien d'une forte concentration du capital** des entreprises cotées françaises
 - **40%** de la capitalisation totale des entreprises française est sous le contrôle d'**un seul actionnaire, 60% de trois actionnaires**
 - Italie : 45% / 65%, Allemagne : 37% / 55%, RU : 8% / 13%, US : 2% / 3%) (Source : Banque de France)

- Cette **forte concentration du capital** témoigne d'un faible intérêt des grands actionnaires pour la diversification → **prime à la concentration importante** qui peut être un indice de sous-performance du droit : **28% en France** (versus 0% dans certains pays) (*T. Nenova, World Bank, 2000*) = transfert de valeur des actionnaires minoritaires aux actionnaires de contrôle

- **Actionnaires de contrôle = risque** de détournement de la valeur de la société sans que les minoritaires disposent de moyens d'action adéquats (conventions réglementées entre sociétés soeurs, de *management fees*...).

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **1^{er} écueil : Une situation héritée des trente glorieuses peu favorable aux actionnaires externes compte tenu de la concentration du capital (2)**
 - Forte concentration liée à la manière dont s'est construit le capitalisme français depuis WW2 : a) **avec l'omniprésence de l'Etat**, qui a conduit au renforcement de l'Etat actionnaire / de contrôle et b) **phase industrielle de rattrapage** versus innovation pour laquelle les engagements de long terme d'un actionnaire de contrôle vis à vis des salariés sont préférables (améliorent le dialogue social et donc la productivité)
 - **importance des facteurs exogènes** dans la construction d'un modèle de gouvernance d'entreprise (C. Coffee : *The Rise of dispersed ownership: the roles of law and the State in the separation of ownership and control*, 2001.)
 - **Tradition colbertiste en France :**
 - Nombre important de participations étatiques
 - Consanguinité Etat-banques-entreprises où l'Etat est un actionnaire significatif
 - Libération « tardive » des marchés financiers ; une petite élite (ENA-Polytechnique) empêche le basculement dans une économie véritablement capitaliste et a tendance à protéger les intérêts des actionnaires de contrôle et des dirigeants qui les nomment

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **1^{er} écueil : Une situation héritée des trente glorieuses peu favorable aux actionnaires externes compte tenu de la concentration du capital (3)**
 - Certes, montée de l'**actionnariat institutionnel** (≠ retail) du fait des évolutions de stratégies d'épargne et de l'horizon d'investissement MAIS **conflits d'intérêts des gérants d'actifs**, du fait de leur appartenance à des grandes banques → **difficulté à faire valoir leurs droits au niveau institutionnel**
 - Absence de fonds de pension et contexte de la montée de l'investissement passif
 - Parallèlement, accroissement du rôle du fonds souverain (BPI notamment) après la vague de privatisation
- **Problème : Les contours du droit des sociétés dans un pays donné est la conséquence de la structuration du capital des entreprises (actionnariat concentré ou pas) → cercle vicieux**

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **1^{er} écueil : Une situation héritée des trente glorieuses peu favorable aux actionnaires externes compte tenu de la concentration du capital (4)**

- Relativiser :
 - Une forte concentration du capital des sociétés cotées n'est pas en soi un indicateur d'un mauvais niveau de protection des minoritaires (cf. pays Scandinaves) car il existe des bénéfices non financiers à être actionnaire de contrôle

 - Avantage toutefois dans les pays peu protecteurs des droits des minoritaires contre les **risques de transferts de richesse induits au profit des dirigeants** (mais alors risques spécifiques en France en cas d'absence de actionnaires de contrôle du fait de la liberté laissée aux dirigeants cf. partie II)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **2^{ème} écueil : L'utilisation du droit des sociétés et du droit boursier comme moyen de renforcer la souveraineté économique au détriment des actionnaires externes (1)**
- **Le développement, en France comme ailleurs, de mesures de protectionnisme** a conduit à renforcer le poids des actionnaires de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires (M. Pargendler, *Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs*, 2019)
- **Critique récurrente : court-termisme supposé des marchés financiers** et donc des activistes – encouragements par les pouvoirs publics à ce que seuls les « actionnaires de long terme » (≠ activistes) soient actifs
- Le débat sur l'activisme peut être réduit essentiellement à un débat **pour ou contre les *hedge funds* étrangers**
- **Débat sur le bien-fondé de l'activisme en 2019** / grosses amendes AMF contre les *hedge funds* (20 millions d'euros contre Elliott en 2020) difficilement justifiables

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **2^{ème} écueil : L'utilisation du droit des sociétés et du droit boursier comme moyen de renforcer la souveraineté économique au détriment des actionnaires externes (2)**
 - Les études académiques **ont démontré que l'activisme actionnarial pris dans son ensemble ne produit pas des effets destructeurs de valeur** (L. Bebchuk, A. Brav et W. Jiang *The long-term effects of hedge fund activism*, 2015)
 - **Loi Florange** (automaticité des droits de vote double) accroît le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires
 - **Faible nombre de campagnes** en France et mauvaise publicité de l'activisme : campagnes lancées pour la plupart par des **fonds étrangers** (Elliott, Cevian, TCI) mais pas seulement (CIAM, couple Léon Bressler et Xavier Niel dans l'affaire Unibail)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **3^{ème} écueil : L'utilisation excessive du droit des sociétés comme un moyen de traiter les problèmes de répartition de la richesse au sein de l'entreprise et d'externalité (1)**
- Débat actuel à la Commission européenne **sur les problèmes d'inégalités et d'externalités dont le capitalisme serait responsable**
- L'Etat est en « avance » sur la Commission européenne de ce point de vue : loi PACTE
- L'augmentation concomitante du montant des dividendes et des programmes de rachat reflèterait les excès du capitalisme (Rapport EY commandé par la Commission européenne)
- **Critique de cette croyance de la montée du court-termisme** (Harvard, Nordic Company Law Scholars...) : nécessité de prendre en considération les augmentations de capital plus importantes qu'avant, transformation du bilan des entreprises, recours à la dette à bas prix (qui compensent la hausse du rendement des actions)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **3^{ème} écueil : L'utilisation excessive du droit des sociétés comme un moyen de traiter les problèmes de répartition de la richesse au sein de l'entreprise et d'externalité (2)**
 - La littérature académique **internationale a identifié des excès tant du court que du long-termisme** en fonction des cycles, de la situation de l'entreprise, etc. (controverses similaires au sujet de l'actionnariat familial). Certaines études empiriques mettent en évidence que le **management peut souffrir de myopie en faveur du long terme le conduisant à excessivement investir dans des projets insuffisamment créateurs de valeurs sur le long terme** (D. Denis *Is Managerial Myopia a Persistent Governance Problem?* 2019)
 - Risque d'effet pervers important → **risque de remise en cause des droits fondamentaux des actionnaires**, même de contrôle (affaire Veolia-Suez), comme le droit de convoquer une AG à tout moment pour révoquer les représentants au conseil d'administration / de surveillance (affaire Lagardère-Amber), **impact sur les tribunaux**, or une caractéristique de notre modèle de gouvernance d'entreprise (par rapport à celui des Etats-Unis) était justement – dans les textes – de conférer de larges droits aux actionnaires au détriment des dirigeants → effets systémiques de certaines décisions de justice

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **Conclusion : des résultats qui vont à l'encontre des objectifs affichés par l'Union européenne (1)**
- **Objectif** : Augmentation du niveau de protection des droits des **actionnaires externes** (\neq actionnaires de contrôle) nécessaire (i) pour améliorer la **transparence de l'information disponible** et (ii) pour éviter la **spoliation des droits des actionnaires minoritaires** par les dirigeants / actionnaires de contrôle
- **Résultats :**
 - **Recul de la part de l'investissement étranger sur les marchés financiers français** ces derniers années A fin 2018, les étrangers ne détenaient plus que 557 milliards d'euros d'actions des géants de la cote, soit un taux de détention de 42,2 % versus 48% en 2013 Taux nettement plus faible qu'ailleurs en Europe (étude de la Banque de France). **Situation à comparer de l'embellie au niveau des investissements étrangers directs (+10%) dans le non cotée.**
 - **Faible augmentation de la part du financement** par les marchés dans l'économie (Europe tjs 30% versus 70% à compter avec 70% versus 30% aux US)

Introduction : contexte et écueils du droit français

- ❖ **Conclusion : des résultats qui vont à l'encontre des objectifs affichés par l'Union européenne (2)**
 - Enseignements de la crise financière 2008-2009 : nécessité de moins dépendre des établissements bancaires et **davantage des marchés financiers**
 - Création d'une **Union des Marchés de Capitaux** : axe de développement stratégique pour l'UE (en particulier pour s'affirmer face à la concurrence des entreprises américaines et chinoises)
 - **Diversification des sources du crédit** d'entreprises : augmentation de la part de financement par les marchés vs. bancaire afin d'améliorer le financement des entreprises innovantes (les marchés permettant une meilleure allocation des ressources)
 - **Nécessaire hausse des levées de fonds propres pour favoriser économie de l'innovation** = clé dans un contexte de concurrence accrue pour financer des projets hautement risqués (ex. : course au vaccin contre le COVID) – prise de risque nécessaire

PARTIE I

Traduction juridique des écueils

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Introduction

- Quel est l'**objet du droit des sociétés** d'un point de vue normatif ?
- Au plan macroéconomique, **servir les intérêts de la société en général** : faciliter l'accroissement du bien-être de tous ceux qui sont affectés par les entreprises (actionnaires, employés, fournisseurs et consommateurs)
- Au plan microéconomique, **la personne morale permet de réduire les coûts de transaction** puisque réduit le besoin de recourir aux contrats entre ceux qui contribuent au fonctionnement de la société ; **externalités** traitées par d'autres réglementations, sauf exception (ESG, banques, etc.).
- **Idée traditionnelle** : le meilleur moyen de servir les intérêts de la société est de maximiser le rendement des actionnaires, titulaires des droits résiduels

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Introduction

- Le droit des sociétés doit traiter trois problèmes d'agence : (1) le conflit entre **dirigeants et actionnaires** ; (2) le conflit entre **actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires** et le (3) conflit entre les **actionnaires et les autres parties non actionnaires**
- Nous allons voir dans quelle mesure les actionnaires minoritaires / externes sont perdants en pratique dans chacune des situations, même si en théorie et au regard des textes, les actionnaires minoritaires devraient se sentir relativement bien protégés
- Dépendance excessive de notre droit de la notion d'**intérêt social**

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Le rôle central de la notion de l'intérêt social et ses limites (1)

- L'intérêt social est une **notion vague**, agrégeant un ensemble d'intérêts et compris comme l'intérêt à long terme de l'entreprise qui serait aligné avec ceux de ses **parties prenantes** (salariés, actionnaires, créanciers, partenaires commerciaux, etc.)
- Impulsion de l'Etat actionnaire dans la mise en avant de l'intérêt social, en proie à des conflits d'objectifs (intérêt de l'actionnaire et intérêt général)
- La recherche économique a mis en évidence que **le « long-termisme » peut conduire à des effets pervers** et peut remettre en cause la survie de la société
- L'intérêt social ne peut être une boussole quand la société commence à aller mal (les **conflits d'intérêts entre les parties prenantes s'accroissent**)
- La résolution de ces conflits passe (i) par un objectif à poursuivre bien défini et (ii) la possibilité d'engager effectivement la responsabilité des parties exposées à des conflits

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **Le rôle central de la notion de l'intérêt social et ses limites (2)**
 - **En présence d'actionnaires de contrôle** : neutralisation en principe des effets pervers de la place excessive de la notion d'intérêt social car les actionnaires de contrôle sont *de facto*, à travers le conseil d'administration, en situation de contrôler l'action des dirigeants
 - **Mais** : risque que les actionnaires de contrôle fassent « payer » aux minoritaires le coût de la surveillance des dirigeants (*monitoring*) : phénomène dit de « *tunneling* » d'où l'importance d'un régime des **conventions réglementées** adapté (et bien dessiné) pour éviter les transferts de richesse indus ; **problème en droit français du champ trop restreint de l'abus de majorité (abus uniquement via l'AG)** concept au demeurant pas suffisamment testé par les tribunaux
 - Toutefois récemment **en pratique**, décision Lagardère récente de la Cour d'appel de Paris qui a refusé la convocation de l'Assemblée générale de la société en dépit de la demande d'actionnaires (Bolloré et Amber représentant 40% du capital social)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **Le rôle central de la notion de l'intérêt social et ses limites (3)**
 - **En l'absence d'actionnaire de contrôle** : problèmes de gouvernance accrus car les dirigeants doivent des comptes à tout le monde et personne et ne peuvent voir leur responsabilité engagée efficacement (quel est l'incitation d'un administrateur indépendant à s'opposer aux dirigeants qui l'ont désigné ?)
 - **En conséquence : risque d'enracinement des dirigeants** ; exemple des opérations de capital de la dernière chance qui conduisent à dépouiller les actionnaires au profit des créanciers (Vermeille RTDF 2017).

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **Le respect des droits des actionnaires à l'épreuve de la pratique**
 - **Trois manières d'assurer le respect des droits des actionnaires** : *private enforcement* (actions au civil initiées par la partie ayant subi un dommage) *public enforcement* (actions initiées par le régulateur / le procureur) les gatekeepers (auditeurs, agences de notation)
 - **Une partie de littérature académique a insisté sur l'importance de développer le *private enforcement* dans la perspective de faciliter le développement des marchés financiers** (J. Coffee *Law and The Market : The Impact of enforcement*, 2007), à noter toutefois que le **Royaume-Uni a réussi à avoir des marchés financiers très liquides sans une culture du contentieux**, notamment grâce au Takeover Panel (pour la partie contentieuse relative aux opérations de rapprochement) (J. Armour, B.Black, B. Cheffins, R. Nolan *Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the UK and US*, 2008)
 - **Existence d'un lien entre le niveau du budget des régulateurs et le niveau de développement des marchés financiers en proportion** > de ce point de vue l'AMF souffre des conséquences d'un budget insuffisant

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (1)

- **Faible contentieux** des actionnaires minoritaires : responsabilité civile des dirigeants et membres du conseil d'administration de sociétés cotées jamais engagée
- **ZERO contentieux contre les dirigeants et les *underwriters*** (établissements bancaires pratiquant la prise ferme) pour fausses informations dans les prospectus depuis 2003 (date d'adoption de la première directive Prospectus)
- Symptôme : les membres des conseils d'administration **n'ont pas besoin d'une assurance pour couvrir leurs fautes** (à comparer avec les Etats-Unis)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (2)

- **Reconnaissance** très rare du préjudice direct et personnel des actionnaires (jurisprudence : Cydèle, 2008 ; Gaudriot, 2010 ; Crédit Martiniquais, 2010 ; Labati, 2011) → quelle est donc l'incitation à faire un procès ?
- **Absence d'évolution du régime de la responsabilité civile** : la réparation doit être strictement égale au dommage causé, ce qui rend difficile le regroupement d'actions (≠ **dommages punitifs**), même si toutefois la Cour de cassation a reconnu que les dommages punitifs ne sont pas contraire à l'ordre public

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (3)

- **Absence de dommage réparable** du fait d'une chute du cours de bourse, là où dans d'autres pays, la causalité entre faute et dommage de l'actionnaire est, en présence d'une telle chute, non seulement possible, mais présumée (Etats-Unis : « *fraud on the market theory* »)
- **Absence de *class action* permettant de faciliter la coordination des actionnaires et le financement des actions contentieuses par des tiers du fait du système d'*opt-out*** — pas d'évolution à attendre de la directive européenne en matière d'actions collective pour les consommateurs
- Importance des ***discovery rights*** et de la **répartition des frais d'avocats, toute comme de licité plus accrue des honoraires de résultat**

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Private enforcement* (4)

- La responsabilité des dirigeants n'étant jamais engagée, **on n'a même pas pris la peine de faire évoluer la notion de faute de gestion qui repose à tort sur un critère objectif** (à comparer avec la *business judgment rule* droit du Delaware : présomption que la décision est bonne si certains critères sont remplis (un exercice de jugement, des décisionnaires désintéressés, absence de fraude ou de caractère illicite, décision a été prise selon un processus qui a permis aux parties d'être bien informées).
- **La faute de gestion** n'est finalement appréhendée que lorsque la société est en cessation des paiements ; **pour les sociétés *in bonis*, elle est à la fois trop large dans son champ d'application et jamais actionnée en pratique**
- **Responsabilité des personnes physiques sous réserve de la faute détachable des fonctions** (approche du droit administratif) → importance de trouver un équilibre pour éviter les effets pervers d'une mise en jeu trop importante de la responsabilité personnelle
- **Effet pervers** : Recherche de la responsabilité des dirigeants à l'initiative des actionnaires essentiellement dans le cadre d'**informations judiciaires**, même lorsque l'ordre public n'est pas troublé (mobilisation inutile des ressources de la justice)

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ *Public enforcement*

- **Faible nombre d'enquêtes** initiées par l'AMF = **peu de condamnations** d'émetteurs
- **Montant limité des sanctions de l'AMF contre des émetteurs pour information trompeuse concernant l'information périodique** – dernière en date = condamnation d'EDF (5 millions d'euros) et d'Henri Broglio (50.000 euros) début 2020 pour diffusion d'une fausse information ayant trait au financement du projet Hinkley Point au Royaume-Uni
- **Révision systématique des amendes infligées par l'AMF aux émetteurs à la baisse** en Cour d'appel contre les émetteurs = approche « micro » des contentieux > pas d'effet de discipline (F. Demerens, D. Najar, J.-L. Paré, J. Redis. *Typology of stock market offenses in France: An analysis of sanctions by the AMF since 2006*, 2013)
- **Insuffisance des incitations pour les lanceurs d'alerte** (non rémunérés) ; problème du sort des vendeurs à découvert (affaire Casino) pour lutter contre les fraudes

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Auditeurs

- Les commissaires aux comptes ne disposent que de **trop peu de moyens et de marge de manœuvre** pour pouvoir effectivement contrôler l'action des dirigeants
- **Pas d'incitation financière** à détecter la fraude
- Difficile de trouver un système d'audit interne qui réunisse ces exigences sans être excessivement coûteux pour l'entreprise
- **Conséquence** : nécessité de s'en remettre aux mécanismes de marché par l'action des actionnaires et autres investisseurs (activistes) qui jouent le rôle d'**auditeurs externes**, ce qui suppose d'effectivement protéger les droits de ces derniers : la boucle est bouclée

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

❖ Conclusion

- Nécessité d'améliorer le « **private enforcement** » sur le modèle du droit de la concurrence et nécessité pour l'AMF de faciliter les contentieux civils (avec notamment un changement de sa politique en matière de mise à disposition du rapport d'enquête)
- Nécessité d'améliorer le « **public enforcement** » en donnant plus de moyens à l'AMF et en redéfinissant ses priorités
- D'autant plus impératif que les **auditeurs internes** ne sont pas un contre-pouvoir suffisant : nécessité de permettre aux **auditeurs externes** de jouer leur rôle
- Conséquence du manque de contrôle ex post > hyper régulation ex ante dans certains domaines comme le squeeze-out.

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **La Loi PACTE, ou comment accroître le risque d'enracinement des dirigeants (1)**
 - La loi PACTE est au mieux redondante, au pire contre-productive
 - Énoncer que l'intérêt social doit être défini en tenant compte d'autres parties prenantes n'apporte rien : altérer la notion d'intérêt social de telle sorte qu'elle tienne compte des intérêts de plusieurs catégories de parties prenantes n'incite pas le dirigeant à favoriser leurs intérêts dans la mesure où il **n'existe aucun mécanisme efficace garantissant la protection de ces intérêts multiples**
- ⇒ **Une obligation de rendre des comptes à tout le monde conduit *in fine* les dirigeants à n'en rendre à personne**

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ La Loi PACTE, ou comment accroître le risque d'enracinement des dirigeants (2)
 - **L'élargissement de l'intérêt social est une fausse bonne idée :**
 - Conférer à un mandataire, tel qu'un dirigeant d'entreprise, des objectifs multiples et contradictoires est le meilleur moyen de créer des **conflits d'agence**, c'est-à-dire de permettre au mandataire **d'agir dans son propre intérêt en arguant de la protection de telle ou telle catégorie de parties prenantes** (ex. : critiques de Veolia adressées à Suez)
 - Il est déjà difficile d'évaluer (et, **surtout, de sanctionner**) la conformité des actes du dirigeant à l'intérêt des seuls actionnaires ou de la société. Assigner aux dirigeants des objectifs multiples **non efficacement contrôlés et sanctionnés** (i) lui permettent de justifier n'importe quel acte de gestion (ii) sans subir les conséquences d'actes contraires à l'intérêt des actionnaires, de la société ou d'autres parties prenantes

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ La Loi PACTE, ou comment accroître le risque d'enracinement des dirigeants (2)
 - Il existe d'autres manières d'obliger les entreprises à **payer pour les externalités causées** (droit de la concurrence, de l'environnement, etc.)
 - Néanmoins force est de reconnaître que les préconisations de Milton Friedman (la société doit uniquement se concentrer sur la maximisation des intérêts des actionnaires) ne tiennent plus appliquées à la lettre, dans un monde où les grandes entreprises sont tellement puissantes **qu'elles ont les moyens de détourner les institutions publiques de leur rôle en finançant massivement les lobbys dans les divers domaines comme la fiscalité, la concurrence, le climat etc.**

PARTIE I : Traduction juridique des écueils

- ❖ **La Loi Florange, ou comment accroître le risque d'abus de majorité**
 - **Droits de vote doubles** automatiques après 2 ans prévus par la loi Florange : la loi a fait craindre aux minoritaires (y compris « long-termistes ») que les majoritaires pourront encore davantage dominer sans partage les assemblées générales grâce au doublement de leurs droits de vote (exception au principe « une action une voix »)
 - Nombreux désengagements des sociétés du SBF 250, retrait en particulier des fonds institutionnels de long terme des entreprises françaises
 - Augmentation du coût de capital
 - Les **droits de vote multiples** peuvent se justifier dans certaines circonstances (ex. : contrôle accru du fondateur post-IPO) mais posent souvent problème lorsque leur existence se prolonge / est décorrélée de la personne de l'actionnaire (ex. : Lagardère)

PARTIE II

Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

1. Modèle fondé sur les coûts d'agence (1)

- Les modèles économiques des relations actionnariat-dirigeants les plus récents, fondés sur les principes issus du **modèle d'agence**, intègrent deux types de coûts supportés dans le cadre de cette relation

- Les **actionnaires sont les mandants du dirigeant qui est le mandataire**
 - **Coûts d'agence** = coûts consentis par le mandant pour la gestion de son bien par le mandataire (surveillance, risque de conflit d'intérêts, etc.)

 - **Coûts de mandant** = coûts supportés par le mandant lorsqu'il gère son bien lui-même (problèmes de coordination entre actionnaires, manque de compétences, hétérogénéité des objectifs poursuivis, etc.)

 - Coûts d'agence + coûts de mandant = coûts de contrôle

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

1. Modèle fondé sur les coûts d'agence (2)

- Chacun de ces deux types (coûts d'agence / de mandant) peut lui-même prendre deux formes :
 - **Coûts de conflit** = comportements déloyaux vis-à-vis de la société
 - **Coûts de compétence** = erreurs de jugement

- Question traditionnelle : **à qui donner le pouvoir décisionnel** au sein d'une entreprise pour minimiser les coûts de contrôle ? Ex. : si les coûts de mandant sont les plus importants, le dirigeant devrait être aux manœuvres

- Le rapport actionnaire-dirigeant tend cependant aujourd'hui à s'inscrire dans une **dynamique collaborative** (= réduction conjointe des coûts d'agence + de mandant = de contrôle)

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

2. Modèle fondé sur l'information et la coopération (1)

- **Coûts d'information** = coûts associés à de mauvaises décisions prises sur le fondement d'informations fausses ou partielles, associés à la complexité de l'entreprise, de son industrie, etc. Idée que l'information détenue par les parties prenantes (actionnaires comme dirigeants) est nécessairement partielle
 - Ces coûts s'ajoutent aux coûts de contrôle

- **En résumé :**
 - L'entreprise peut supporter des **coûts d'information** et des **coûts de contrôle**

 - Les **coûts de contrôle** se décomposent en coûts d'agence (liés au dirigeant) et coûts de mandant (liés aux actionnaires)

 - Les **coûts de contrôle** se décomposent aussi en coûts de conflit (déloyauté d'un dirigeant, d'un actionnaire...) et coûts de compétence

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

2. Modèle fondé sur l'information et la coopération (2)

- Pour beaucoup d'entreprises, les **coûts d'information** sont devenus plus importants que les **coûts de contrôle**
 - Si cette thèse est vérifiée, l'adoption d'un modèle de gouvernance favorisant la transmission et l'utilisation adéquate de l'information devrait être privilégiée
- Le modèle collaboratif est fondé sur ce principe : les actionnaires possèdent une **information complémentaire** (= sa possession augmente la valeur marginale des autres informations détenues) et peuvent aider l'entreprise à prendre de meilleures décisions

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

2. Modèle fondé sur l'information et la coopération (3)

- Les **modèles de gouvernance coopératifs** trouvent leurs origines dans le capital-risque (*venture capital* ou VC) et se sont progressivement étendus aux entreprises cotées (place croissante des **actifs intangibles** = augmentation de la valeur liée à la gestion de l'information)
- Prise de conscience des asymétries d'information et du problème de l'information partielle
- Les **incitations à coopérer** avec des acteurs susceptibles de détenir des informations complémentaires sont de plus en plus importantes en raison de l'**avantage compétitif** que cette coopération génère

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

2. Modèle fondé sur l'information et la coopération (4)

- Transfert du contexte VC aux entreprises cotées lié à la sophistication et spécialisation croissantes des fonds d'investissement
 - Des **investisseurs activement informés, impliqués et sophistiqués** constituent une source importante d'informations spécifiques à l'entreprise (informations **spécifiques et complémentaires**)
- L'on devine une **tendance à la spécialisation par secteur** des investisseurs en titres cotés, comme dans le monde des VC puis des LBO, qui contribue à asseoir cette plus-value informationnelle
- Les entreprises innovantes ont intérêt à tirer parti de cet écosystème

PARTIE II : Approche économique de la relation actionnaire-dirigeant

2. Modèle fondé sur l'information et la coopération (5)

- Littérature récente qui met en avant la capacité de l'**activisme actionnarial** à participer à la création de valeur à long-terme et à corriger les distorsions de marché
 - Réduction des asymétries d'information
 - Contrôle des mauvaises pratiques de gouvernance

- Il existe cependant certains risques de dérives liées à l'activisme, de sorte qu'il convient d'adopter un cadre juridique adéquat

PARTIE III

Cas pratiques

PARTIE III : Cas pratiques

❖ OPA de Safran sur Zodiac : activisme sur de l'« *event-driven* »

- 19 janvier 2017 : annonce de l'opération de rapprochement entre Safran et Zodiac
- TCI, actionnaire de 4% de Safran
- A l'origine, prix d'offre de 29,47 euros par action Zodiac, alors que TCI jugeait que l'action ne valait que 10 euros, et demande d'un programme de rachat d'actions de 11% des actions du groupe (soit 3 milliards d'euros)
- A la suite d'une campagne très dure (ouverture d'un site web, lettre au conseil d'administration), le prix a été baissé à 25 euros (soit 1,5 milliard d'euros de moins sur la base de l'OPA en cash).

PARTIE III : Cas pratiques

- ❖ Proxy-fight à la suite d'un projet d'augmentation de capital au niveau d'Unibail
 - **Unibail-Rodamco-Westfield** : blocage de l'augmentation de capital par Léon Bressler et Xavier Niel (hommes d'affaires prenant la casquette d'activistes) – **un des premier cas de proxy fights menés et réussis** –
 - Campagne de Bressler et Niel contre une augmentation de capital massive destinée à renflouer le groupe (jugée inutile et extrêmement défavorable aux actionnaires en place par les deux hommes affaires)
 - Succès de la campagne le 10 novembre 2020 : rejet de l'augmentation de capital et entrée de Bressler et Niel au conseil d'administration d'URW

PARTIE IV

Propositions et perspectives d'évolution

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Proposition 1 : réduire les coûts d'agence - coûts de conflit

- 1. Contraindre les dirigeants d'entreprise à **davantage rendre des comptes** lorsqu'ils risquent de faire passer leur intérêt personnel ou un intérêt divergent devant ceux de la société et de la communauté des actionnaires via l'introduction de **devoirs de loyauté**
- 2. Donner des **droits supplémentaires aux actionnaires minoritaires** dans les sociétés dotées d'un **actionnaire de contrôle** (par exemple le droit de désigner seuls des administrateurs indépendants et de nommer les commissaires aux comptes)
- 3. S'assurer effectivement que les **investisseurs puissent exercer leurs droits devant les tribunaux**, notamment via l'introduction d'une action de groupe à la française qui leur soit accessible (*private enforcement* destiné à pallier les limites du *public enforcement*).

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

- ❖ **Proposition 1 : réduire les coûts d'agence - coûts de compétence**
 - **4.** Encourager l'AMF à redéfinir ses priorités afin d'élever les **standards de transparence** à la charge des émetteurs → mettre en place un système de coopération avec l'émetteur-personne morale afin de faciliter le règlement des enquêtes (nécessité d'administrateurs véritablement indépendants qui peuvent voir leur responsabilité engagée à ce titre)
 - **5.** Revoir la réglementation des abus de marché **afin de faire privilégier les questions d'efficience sur les questions d'équité** pour lesquelles cette réglementation n'est pas un outil approprié (en particulier sur les questions de vente à découvert et de délits d'initiés)

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

- ❖ Proposition 2 : réduire les coûts de mandant - coûts de conflit
 - 1. Créer un **devoir de loyauté** à la charge des **actionnaires de contrôle** qui soit **réellement sanctionné par les tribunaux**
 - 2. Revoir les règles relatives au régime des **conventions réglementées** (principe de « *substance over the form* »)

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

- ❖ **Proposition 3 : réduire les coûts de conflit des minoritaires et les coûts de compétence des mandants**
 - 1. Mettre en œuvre une gouvernance d'entreprise adaptée permettant d'engager un **dialogue régulier avec les investisseurs**, via par exemple la nomination systématique d'un administrateur référent permettant d'échanger plus étroitement avec eux et doté d'un régime de responsabilité adapté
 - 2. Contraindre les dirigeants à une communication financière de qualité via un **renforcement des standards de communication** et la possibilité d'en sanctionner la mise en œuvre (cf. propositions en faveur du *private enforcement*)

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Autres réformes souhaitables (1)

- 1. Renforcement et modernisation du régime de responsabilité des membres du conseil d'administration : mieux circonscrire la **faute de gestion** (violation des règles internes de gouvernance, illégalité des décisions, fraude)
 - Les conseils d'administration ne peuvent devenir un lieu de contre-pouvoir qu'à la condition que la responsabilité des dirigeants soit renforcée (**même si elle ne devrait pas entraîner des conséquences sur un plan monétaire de manière systématique**, elle doit entraîner un réputationnel) : à défaut, l'administrateur indépendant n'a aucun intérêt à s'opposer à la volonté des dirigeants
- 2. Revoir le régime de l'octroi automatique des actions à droits de vote double et autoriser les actions à **droits de vote multiple avec des clauses de temporisation** (« *sunset clauses* »), c'est-à-dire dont le renouvellement est soumis à l'autorisation préalable des actionnaires

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Autres réformes souhaitables (2)

- **3.** Limiter le recours par les dirigeants et majoritaires à des mécanismes opaques détournant la valeur de l'entreprise au détriment des minoritaires → **élargir la notion d'abus de majorité**
- **4.** Permettre d'arranger contractuellement un cadre de collaboration (exemple d'Alpha Value avec Microsoft) en traitant les questions de transferts d'informations privées

PARTIE IV : Propositions et perspectives d'évolution

❖ Conclusion

A ces conditions, il sera possible de voir **émerger une réelle gouvernance d'entreprise collaborative en France**, respectueuse de l'intérêt de toutes les parties prenantes, en s'assurant que :

- **Les informations transmises dans ce cadre** ne puissent être utilisées par les actionnaires à des fins contraires aux intérêts de la société ;
- **Il ne puisse y avoir de collusion entre les dirigeants et certains actionnaires** afin de détourner de la valeur au détriment de l'intérêt collectif des actionnaires ;
- La **diversité des actionnaires en présence permette de garantir une convergence vers une stratégie créatrice de valeur à long-terme** ; et
- Un cadre contractuel souple **permette de rémunérer les actionnaires à la hauteur de leur implication dans la gouvernance** et de la plus-value associée aux informations qu'ils détiennent.

Contact

Sophie VERMEILLE

Fondatrice

Droit & Croissance

Rules for Growth

+ 33 (0) 6 73 04 89 90

svermeille@droitetcroissance.fr

www.droitetcroissance.fr

http://fr.linkedin.com/in/sophievermeille

